الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم الدراسات العليا / محاسبة

نموذج مقترح لحوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة وإمكانية تطبيقه في سورية

أطروحة دكتوراه في المحاسبة

إعداد
كنان مالك ندَّه

إشراف
الأستاذ الدكتور حسين القاضي

٢٠١١/١٠

نموذج مقترح لحوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة وإمكانية تطبيقه في سورية

إعداد: كنان ندَّه

إشراف: الأستاذ الدكتور حسين القاضي

الملخص

تنقسم نماذج حوكمة الشركات حول العالم إلى مجموعتين رئيسيتين هما: (أ) نموذج الخارجيين المطبق في الدول الأنجلوساكسونية كالولايات المتحدة وبريطانيا. يتميز هذا النموذج بخصائص من أهمها: تشتت هياكل الملكية، وحماية أكبر لحقوق الأقلية من المساهمين، والاعتماد على أسواق التبادل في تمويل الاستثمارات. (ب) ونموذج الداخليين السائد في معظم دول القارة الأوروبية واليابان، من أهم خصائصه: تركُّز هياكل الملكية (الهرمية والمتداخلة) في الشركات، وحضور كبير للمستثمرين المؤسساتيين وتأثيرهم على الشركات. بين هذين الاستقطابين ينتشر طيف من النماذج الهجينة في الدول ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، بحيث تشتمل هذه النماذج على خليط من خصائص كِلا النموذجين السائدين.

يهدف البحث إلى دراسة تجارب الدول التي لها سبق في ممارسة حوكمة الشركات لاستشفاف نموذج ملائم للاقتصادات الانتقالية والدول ذات الأسواق الناشئة، أو في طور النشوء كسورية، ودراسة واقع حوكمة الشركات في سورية بحيث يمكن اقتراح نموذج ملائم للتطبيق فيها.

يقدم الباحث في الباب الأول دراسة للإطار النظري لحوكمة الشركات والنماذج المطبقة وللتطوير الفرضي من خلال ثلاثة فصول: يدرس في الأول نشأة وتطور مفهوم حوكمة الشركات وأهميتها، واستعراض لنماذج الحوكمة وخصائصها والإصلاحات الجارية بشأنها حول العالم؛ وفي الثاني دراسة للمعالم المالية والمهنية ولمكونات النموذج من متغيرات وقرائن: الداخلية منها فيما يتعلق بمجلس الإدارة، وحملة الأسهم، والمراجعة الداخلية، والموظفين؛ والخارجية منها التي تتعلق بدور أصحاب المصالح والأسواق والقوانين والمراجعة الخارجية. أما الفصل الثالث فيخصص لدراسة العلاقة بين الحوكمة ومكوِّن الإفصاح المحاسبي والتقرير المالي، من خلال دراسة العلاقة مع ممارسات إدارة الأرباح، بحيث يتمكن الباحث في نهاية هذه الفصول من تحديد المقاييس لمكونات ومتغيرات النموذج. في الباب الثاني يعمل الباحث على تركيب النموذج المقترح في الباب الأول، والعمل على تدعيم النموذج وإمكانية تطبيقه في سورية من خلال الدراسة التطبيقية والمسح الميداني للشركات المدرجة في سوق دمشق للتبادل وصولاً في النهاية إلى نتائج وتوصيات البحث.

تصريح

عنوان الأطروحة

أصرح بأن هذه الدراسة غير مقتبسة أو منقولة أو محرفة من أي عمل علمي آخر، ولم يسبق أن قبلت للحصول على أية شهادة أو درجة علمية.

التاريخ: ٢٠١١/٠٩/١٢

اسم الطالب

كنان مالك ندَّه

نموذج مقترح لحوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة وإمكانية تطبيقه في سورية

إعداد

كنان مالك ندَّه

موافقة أعضاء لجنة الحكم

الأستاذ الدكتور: حسين القاضي	عضواً مشرفاً
الأستاذ الدكتور: حسين دحدوح	عضواً
الأستاذ الدكتور: عصام قريط	عضواً
الأستاذ الدكتور: عابد فضلية	عضواً
الأستاذ المساعد الدكتور: ماهر الأمين	عضواً

شكر وتقدير

يتقدم الطالب بالشكر والامتنان إلى الأستاذ المشرف، وإلى أعضاء لجنة المناقشة، والذين قابلهم الباحث لأغراض الدراسة، وكل من سهّل مهمة الطالب وساهم في إنجاز هذا البحث.

كنان مالك ندَّه

بسم الله الرحمن الرحيم

قوله تعالى: "وقل ربِّ زدني علماً"

سورة طه، الآية/١١٤

صدق الله العظيم

إهداء

إلى أمي وأبي،

إلى إخوتي وأقربائي،

إلى أصدقائي،

إلى كل طالبٍ للعلم.

فهرس المحتويات

Contents

قائمة المختصرات

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الإنكليزية	المختصر
شركة أمريكا أون لاين	America On Line	AOL
نظام تقاعد الموظفين العامين في كاليفورنيا	California Public Employees' Retirement System	CalPERS
المدير التنفيذي الرئيس	Chief Executive Officer	CEO
حوكمة الشركات	Corporate Governance	CG
مراجع داخلي مُجاز	Certified Internal Auditor	CIA
ولايات الكومونويلث المستقلة	CommonWealth of Independent States	CIS
بنك كريدي ليونيه	Bank of (Credit Lyonnais Securities Asia)	CLSA
مجموعة الشركات الخمس الراعية للجنة تريد واي	Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission	COSO
سوق دمشق للأوراق المالية	Damascus Security Exchange	DSE
البنك الأوروبي للإنشاء والتعمير	Eouropean Bank for Reconstruction and Development	EBRD
معهد حوكمة الشركات الأوروبي	European Corporate Governance Institute	ECGI
منتدى الاستقرار المالي	Financial Stability Forum	FSF
مجلس معايير المراجعة والتأكيد	International Auditing and Assurance Standard Board	IAASB
مجلس معايير الأخلاق الدولية للمحاسبين	International Ethics Standards Board for Accountants	IESBA
اتحاد المحاسبين الدولي	International Federation of Accountants	IFAC
صندوق النقد الدولي	International Monetary Fund	IMF
مركز بحوث مسؤولية المستثمر	Investor Responsibility Research Center	IRRC
البلدان الأقل نمواً	Less Developed Countries	LEDCs
القيمة السوقية للسهم / قيمته الدفترية	Share Market to Book Value	MB
منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	Organization of Economic Cooperation and Development	OECD
مجلس الإشراف المحاسبي على الشركات المساهمة المغفلة	Public Company Accounting Oversight Board	PCAOB
مجلس الإشراف على المصالح العامة	Public Intrests Oversite Board	PIOB
العائد على الأصول	Returen on Assets	ROA
العائد على حقوق الملكية	Return on Equity	ROE
العمليات مع الأطراف ذات العلاقة	Transactions with Related Parties	RPTs
مؤشر ستاندرد أند بورز	Standard and Poors	S&P
مجلس تبادل الأوراق المالية في الهند	Securities and Exchange Board of India	SEBI
لجنة تبادل الأوراق المالية	Security Exchange Committee	SEC

قائمة الجداول

قائمة الأشكال:

مقدمة:

جذب مصطلح الحوكمة الكثير من الانتباه لدى المهتمين داخل وخارج الشركات في القطاعات الاقتصادية المختلفة، وانتشر الحديث عنه في وسائل الإعلام والأدبيات المهنية، وأُجريت الكثير من الأبحاث الأكاديمية والعلمية حوله.

ومع تزايد اهتمام المشرعين بهذا الموضوع، دفعت الفضائح المالية والمحاسبية في كثير من دول العالم حملة الأسهم إلى إبداء انتقادات شديدة لممارسات مجالس إدارات الشركات وأداء مدرائها.

ولا يقف الموضوع عند هذا الحدّ، بل طالت آثار هذه الفضائح والانهيارات مهنة المحاسبة والمراجعة في الصميم؛ تظهر ملامحه بإفلاس عددٍ من شركات المحاسبة حتى الكبيرة منها (مثل: آرثر أندرسن)، وضعف الثقة بالمهنة ومصداقيتها، الأمر الذي دعا المهتمين بها في أنحاء العالم لبذل الجهود ووضع التشريعات والقوانين والأدلة الإرشادية وتحديث المعايير المحاسبية والمالية والأخلاقية ذات العلاقة لاستعادة ثقة الجمهور المالي وتحسين صورتها من جديد.

وبالرغم من أن الأدبيات قد غطت موضوع حوكمة الشركات في اقتصادات السوق، إلا أن القليل منها درس هذا الموضوع في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة على وجه الخصوص.

فقد نشأت وتطورت أنظمة حوكمة الشركات في البلدان المعروفة باعتمادها تاريخياً على اقتصاد السوق بطريقة تعكس تطور البيئة الاقتصادية والثقافية فيها. في حين حاولت البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الرأسمالية الناشئة نسخ ممارسات حوكمة الشركات المطبقة في اقتصادات السوق. وكنتيجة لذلك، ظهرت مشكلة وهي أن عملية النسخ هذه تمت إلى اقتصادات قد لا تكون البيئة المحيطة في بلدانها ملائمة أو متطورة بشكل كافٍ لنجاح تطبيق هذا المفهوم.

ودفع التنوع في أنظمة وممارسات الحوكمة في الاقتصادات الموجهة بالسوق، إلى مزيد من الاختلاف في تطبيق أنظمة حوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية، وجعل نجاح التطبيق في تقلب دائم تبعاً لعملية التحول الاقتصادي والتغير في البيئة المرافقة، الأمر الذي يجعل لبلد جديد كسورية في محاولته لحوكمة الشركات بشكل جيد أثناء عملية الانتقال هذه صعوبة في اختيار النموذج الأفضل لنظام حوكمة يتلاءم مع ظروف اقتصادها وشركاتها.

من بين النماذج المطبقة عالمياً لحوكمة الشركات يمكن التمييز بوضوح بين نموذجين متباينين عن بعضهما البعض، وهما النموذج الأنجلو ساكسوني ونموذج القارة الأوروبية.

وفي اقتصادات أخرى مرت بتجربة التحول الاقتصادي تبنت دولها مجموعة من الحلول للتعامل مع هذه المشكلة من خلال وضع أنظمة هجينة تعكس الخليط المتعدد للأنظمة الموجودة في الاقتصادات الموجهة بالسوق.

مشكلة البحث:

تكمن مشكلة البحث في عدة نقاط:

١-إن تعدد نماذج أنظمة حوكمة الشركات وتنوعها تبعاً للدول التي تطبقها جعل تبني نسخاً جاهزة من النموذج الأنجلوساكسوني أو نموذج القارة الأوروبية أمراً قد لا يكون ملائما للاقتصاد والشركات المحلية، ما جعل هذه المشكلة تستحق البحث والدراسة.

٢-كما تدور مشكلة البحث حول عدم وجود إطار عملي لحوكمة الشركات يكون قابلاً للتطبيق وبما يرتقي بالبيئة المحيطة بنموذج حوكمة الشركات في سورية، مع ضعف ممارسات الحوكمة الجيدة فيها.

٣-إضافة إلى قلة، بل ندرة، الدراسات التي تتناول الموضوع وواقعه التطبيقي في سورية لمعرفة نطاقه والمدى الذي وصل إليه هذا التطبيق مقارنة بتجارب الدول التي لها سبق في هذا المجال وتلك التي مرت بمراحل انتقالية في اقتصاداتها وأسواقها وحوكمة شركاتها.

٤-إضافة لذلك عدم وجود تبلور لنموذج حوكمة أو اتجاه حوكمي واضح لدى الشركات المحلية، وعدم قدرة هذه الشركات من معرفة موقعها مقارنة بأقرانها محلياً وتجاه الممارسات الأمثل دولياً؛ بالتالي ضعف فعالية أو تشتت الجهود باتجاه التحسين.

٥-ومع الإدراك الواسع، والأدلة العملية المتنامية لأهمية حوكمة الشركات ولجوهرية تأثير ترتيباتها على حملة الأسهم وأصحاب المصالح، يدور السؤال حول أي من هذه الترتيبات والخصائص من بين البقية التي لدى الشركات والتي يترقَّبها الجمهور المالي هي التي تلعب دوراً رئيسياً في الربط بين حوكمة الشركات وقيمة وأداء الشركة؟

٦-إضافة لما سبق لايوجد في سورية مؤشر قياسي حوكمة على مستوى الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مقارنة بباقي الدول في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة.

أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من النقاط التالية:

١- أنه يتطرق إلى موضوع يعتقد البعض أنه الحل لمعضلة الضعف في نجاح الأعمال على المستوى المحلي والدولي خاصة في الدول النامية. إذ تشير الدراسات إلى حقيقة هامة وهي أنه بالرغم من انهيار معظم العوائق والحدود أمام التجارة الدولية والتجارة بالأصول المالية من أسهم وسندات، بقي تدفق رأس المال باتجاه البلدان الصناعية بعكس بعض التوقعات. وقد يشير البعض إلى أن السبب في ذلك هو الفرق الكبير لهامش الربح بالنسبة لرأس المال بين البلدان الصناعية والنامية؛ حيث وفقاً لبيانات صندوق النقد الدولي IMF كان المبلغ التراكمي لصافي تدفقات رأس المال إلى البلدان النامية من عام ١٩٩٦ حتى ٢٠٠٤ سالباً بمقدار ٦.٧ مليار دولار أمريكي، ومازال صافي التحويلات المالية من البلدان النامية إلى المتقدمة بالتزايد إلى أن وصل ٥٧٧ بليون[١].

٢- وهنا يمكن التساؤل عن أحد أهم الأسباب التي ما تزال تقف في وجه تدفقات الاستثمارات بين دول العالم. والجواب هنا هو أن الحوكمة الضعيفة أو السيئة للشركات تعوق طريق البلدان النامية - التي قد تكون في حالات كثيرة ذات إنتاجية أعلى- من الانتفاع الأمثل من العولمة المالية.
فمع وجود ضعف في حوكمة الشركات المحلية سيتم تقويمها بشكل أخفض من قبل أسواق رأس المال، بحيث يصعب للمستثمرين والشركات المحلية تأمين المال الكافي لتمويل أنشطتها المختلفة؛ وبالنتيجة تبقى الشركات بحجم أصغر والنمو في وضع حرج.

٣- ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة في سورية والتوجه نحو انفتاح أكثر تجاه الأسواق العالمية، وتزايد أهمية دور القطاع الخاص في الاقتصاد السوري، وافتتاح سوق دمشق للأوراق المالية، تدعو

---

[١] المصدر: الأمم المتحدة، الحالة والتوقعات الاقتصادية في العام ٢٠١١: موجز تنفيذي"، ص: ٦.

الحاجة للتحكم بهذه الشركات بما يحمي المستثمر المحلي أولاً، ويدعم أهداف التنمية المستدامة عموماً، هذا من جهة، وللقيام بالدراسات الكافية العلمية والتطبيقية اللازمة – والتي يقلُّ وجودها حتى الآن في سورية– لتغطية مفهوم حوكمة الشركات والدور الذي تلعبه في التقدم الاقتصادي والاجتماعي لبلدنا كي تكون مرجعاً للباحثين والمهتمين بهذا الموضوع من جهة أخرى.

ويُعتبر فهم نماذج حوكمة الشركات المتنوعة هو مجال هام بالنسبة لاقتصادات الأسواق الناشئة أو في طور النشوء، ليس أقلُّها أنها مازالت موضع بحث، كما هي الحال في سورية. فمنذ عدة سنوات مضت تمر سورية بمراحل انتقالية نتيجة للرغبة في الإصلاح التدريجي والانفتاح في نظامها الاقتصادي تجاه متطلبات الاقتصاد العالمي، مدعومة بعملية تكامل سورية في مناطق التجارة العربية والإقليمية والأوروبية والدولية والاتفاقيات الثنائية. لذلك ينظر الباحث إلى أن استكشاف ممارسات حوكمة الشركات في سورية هو ممارسة أكاديمية هامة لسببين:

من جهةٍ أُولى: يسلط البحث الضوء من خلال استعراض أهمية حوكمة الشركات على الهواجس العملية للمجتمع المالي، المحلي والدولي، المهتم بفرص الاستثمار التي تقدمها سورية؛ كذلك على المستوى المحلي، بالنسبة لمجتمع الأعمال السوري والسلطات التشريعية التي تهدف إلى الارتقاء إلى مستوى تحدي العولمة؛ ولذلك الحاجة لإرساء مبادئ الحوكمة الجيدة. من جهة أخرى، يمكن أن يكون لهذا البحث قيمة نظرية كونه يساهم في فهم تنوع نظم ونماذج الحوكمة في حالة الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة و/أو في طور النشوء.

على كلٍ، يندرج هذا البحث في سياق البحوث الجديدة حول نماذج الحوكمة الأمثل والبحث في العوامل التي تشكل تكوُّن نموذج حوكمة معين، بحيث يمكن التنبؤ بالشكل النهائي لنموذج حوكمة الشركات المُطَبَّق في السوق السورية على مستوى الشركات الداخلة في سوق دمشق للتبادل، من خلال نموذج قياسي مُطَوَّر من قبل الباحث بما يتلاءم مع الحالة المحلية، هذا من جهة.

من جهة أخرى يتعلق البحث هنا بالدراسات والبحوث التي أجريت عالميّاً حول ما إذا كان بإمكان نموذج قياسي معين تحديد أداء الشركات، وأسباب فشل أو نجاح شركات معينة (الحوكمة – تجاه – قيمة الشركة). إذ تقدم هذه الدراسات أدلة بأن نموذج الحوكمة المطبق يمكن أن يؤثر على القيمة

السوقية في الأسواق الناشئة بشكل جوهري. رغم ذلك، لا تدرك كثير من الشركات أهمية ذلك أو أن مدراءها لايتمكنون من (و/أو لايرغبون) تطبيق ممارسات حوكمة معينة.

لهذا، هنالك حاجة لتصميم نموذج قياسي يمكن استخدامه من قبل الشركات المدرجة في السوق السورية لتكوين فهم أفضل حول ممارسات وخيارات هذه الشركات، ومحاولة مقارنة أدائها بالممارسات الأمثل والنماذج الناجحة عالمياً.

كذلك يُبَيِّن البحث لماذا لاتنجح ممارسات حوكمة أمثل في أن تكون العلاج لكل الشركات المشارِكة؛ فعلى الرغم من تزايد الأبحاث مؤخراً حول حوكمة الشركات في البلدان ذات الأسواق الناشئة، يبقى هنالك معرفة محدودة حول ممارسات الشركات الفعلية في كثيرٍ منها، وبالأخص في سورية كاقتصاد صغير نسبياً لكنه هام في المنطقة بنفس الوقت، بحيث يسمح هذا البحث بتقديم صورة غنية حول ممارسات الشركات السورية المُدرَجة فيما يتعلق بحوكمة الشركات.

كما يمكن أن يساهم البحث إلى الأدبيات المتعلقة بمؤشرات حوكمة الشركات والعلاقة بين الحوكمة وقيمة الشركة. ومن خلال النموذج المعروض في هذا البحث ودراسة المتغيرات المُكَوِّنة له يمكن التعرف إلى أي من معالم أو آليات حوكمة الشركات (من خلال ما يسمى بالقنوات التي تؤثر فيها حوكمة الشركات على قيمة وأداء الشركات) هي التي تميِّز الحالة السورية من جِهة، و/أو مدى الإلتزام بالمتطلبات والمبادئ المقبولة دوليّاً حول الحوكمة، بما يمكن من المقارنة مع باقي مؤشرات الحوكمة على مستوى الشركة في سياقٍ مقارنٍ دوليٍّ من جِهةٍ أُخرى.

بينما يأمل الباحث أن يسهم هذا البحث في الجهود المبذولة من قبل الباحثين للوصول إلى نظرية[٢] دقيقة محددة، واضحة وقابلة للتعميم لحوكمة الشركات يمكنها أن تفسِّر وتتنبأ بممارسات معينة للحوكمة ولآثارها على مستوى الشركات في الاقتصادات العالمية. وحيث أن نظرية الوكالة – التي هي الإطار النظري السائد الذي تنطلق منه معظم التفسيرات لحوكمة الشركات، إلاّ أنها تعاني من عدد من نقاط الضعف أهمها: ١) ضعف قدرتها التفسيرية في بيئات الحوكمة غير الأنجلو-ساكسونية، بما فيها أوروبة وباقي البلدان النامية، ٢) غموض الدعم التطبيقي للأفكار التي تتضمنها في أحسن الأحوال، ٣) تُقدم في بعض الأحيان نظرة تشاؤمية إن لم تكن لاأخلاقية

٢ انظر على سبيل المثال (Malek Lashgari, 2004, pp: 46-51; Loh Leong Hua & Ragayah Haji Mat Zin, 2007, pp: 31-60, Haslinda Abdulla and Benedict Valentine, 2009, pp:88-96).

للطبيعة البشرية، إضافة لوجود شك كبير في تركيبة وصحة متغيراتها. ربما كان هذا هو السبب لإجراء دراسات تحليل إضافية بمداخل مختلفة، مؤخراً، وبالتالي انتقادات حول القدرة التفسيرية لنظرية الوكالة عندما يتعلق الأمر بتفسيرات مسائل حوكمة الشركات.

وإن كان من المبكِّر الحديث على استبدال لنظرية الوكالة، إلاّ أن البحث هنا، كونه يدور حول نموذج لحوكمة الشركات في بلد نامي كسورية، فإن الباحث يأمل أن تسهِم نتائج البحث في هذا السياق، على الأقل، بما يساعد في استدراك نقاط الضعف النظرية. علماً أن هنالك جهود كبيرة يقوم بها الباحثين للوصول إلى نظرية موحدة لحوكمة الشركات الدولية، ولفهم أثر الممارسات والبيئات المختلفة دولياً على قيمة وأداء الشركات وبالتالي على نجاحها، خاصة في البلدان النامية التي يبدو فيها التباين واضحاً، ما يعطي فرصة أكبر لأفكار نظرية جديدة.

وإن كان لأيٍّ من نتائج البحث أهمية معينة، فإن هذه الأهمية تزداد مع ازدياد حجم سوق دمشق للتبادل نسبة للناتج المحلي الإجمالي، وإمكانية افتتاح مكاتب فرعية للسوق كنقاط دخول مباشرة للمستثمرين في بعض المحافظات مستقبلاً.

وفي حين قد لاتغطي كثير من الأبحاث التطبيقية إلا جزءاً صغيراً من الممارسات الأمثل للحوكمة بعدد قليل من الأسئلة، يتميز البحث بتغطيته لنطاق أوسع نسبيّاً من الممارسات التفصيلية بما يساعد على إعطاء تفسير أدق، ومعرفة نقاط الخلل بدقة أكبر وأقرب إلى واقع الحال في سورية. يعمد الباحث إلى جمع معلومات فعلية تفصيلية لمتغيرات النموذج على عكس كثير من الأبحاث السابقة، خاصة في المنطقة العربية، التي اعتمدت على قوائم استقصاء لآراء أشخاص داخل عيِّناتهم إلى حدٍّ كبير، ما يجعل كثيراً من النتائج التي توصَّلوا إليها تخضع للحكم الشخصي للباحثين والأفراد الداخلين في عيِّناتهم.

وفي حين يهتم حملة الأسهم عادةً بزيادة أسعار أسهمهم، وقيام كثير من الأدبيات بدراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة أسهم الشركة السوقية، تنبع أهمية هذا البحث من أنه يُحاول النظر إلى مَعْلَم – مُكَمِّل – آخر لأثر حوكمة الشركات، ألا وهو الأثر على أداء الشركة المالي وكفاءتها المالية من خلال المتغيرات التي استخدمها الباحث لهذا الغرض.

هدف البحث:

يمكن تلخيص أهداف البحث في ما يأتي:

١. فحص النماذج المختلفة والبديلة للنماذج الغربية لآليات حوكمة الشركات في سورية.
٢. تسليط الضوء على ممارسات حوكمة الشركات في الشركات المُدرجة في سوق دمشق للتبادل.
٣. تطوير مجموعة أكثر شمولية من مقاييس الحوكمة وتطبيقها على الشركات العاملة عبر مجال واسع من المتغيرات المستقلة والتابعة.
٤. فحص متغيرات قيمة الشركة والأداء ذات العلاقة بحوكمة الشركات في سورية لتلبية الحاجة لنموذج جديد لحوكمة الشركات وقيمة الشركة.
٥. التوصية بعدد من المقاييس الهامة لتعزيز حوكمة الشركات في سورية.
٦. دراسة العلاقة بين الأداء/والكفاءة والتقرير المالي للشركات السورية وممارسات وقواعد الحوكمة من ضمنها تلك التي أقرّها السوق المالي المحلي.

كما أن الربط بين مؤشرات الحوكمة مع مؤشرات القرار والأداء الإداري وقيمة الشركة عند التحليل يؤدي إلى تقديم نموذج يؤمَّل منه أن يكون أكثر تمثيلاً وتعبيراً للعلاقة بين مؤشرات الحوكمة وأداء وقيمة الشركة، بالتالي يمكن أن يعمل على كشف نقاط الضعف الحوكمي كإنذار مُبَكِّر للفشل المالي في الشركات المدرجة في سوق دمشق للتبادل.

منهجية البحث:

يتبع الباحث في سياق بحثه هذا المنهج الاستنباطي الذي يقوم على دراسة الأدبيات والخلفية النظرية للموضوع والدراسات العلمية السابقة لاستنباط الفروض النظرية التي يسعى الباحث إلى إثبات صحتها أو نفيها من خلال تدعيمه باستخدام المنهج الاستقرائي في دراسة الواقع التطبيقي لحوكمة الشركات في سورية واختبار فرضياته التي وضعها بإجراء مسح ميداني لعينة من الشركات المساهمة وفق نموذج الدراسة الإحصائية وتحليل النتائج باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS[٣]

[٣] البعض يستخدم برنامج Eviews للتحليل الإحصائي مثل: إقبال عدنان الشريف، وعماد محمد أبو عجيلة ٢٠٠٧.

وصولاً إلى نتائج البحث النهائية. وأخيراً التوصيات والاقتراحات التي يأمل الباحث أن تكون ذات قيمة للمهتمين بمجال هذا البحث وتحقيق الهدف المنشود في هذه الدراسة.

مجتمع الدراسة:

تم سحب عينة وزع عليها استبيان البحث من مجتمع الدراسة الذي يتألف من أعضاء مجالس إدارات ومدراء وكبار موظفي بعض الشركات المساهمة المدرجة في سورية، وذلك لتغطية اختبار الفرضيات المتعلقة بهذا النوع من المعنيين بحوكمة الشركات؛ كما وُزِّعت الاستبانة على المعنيين بنواة سوق تبادل الأسهم في دمشق؛ إضافة لبعض المحاسبين القانونيين المسجلين في لائحة الجمعية السورية للمحاسبين القانونيين.

كما وُزِّع الاستبيان على مجموعة من الأكاديميين لمعرفة آرائهم وتعزيز موثوقيته، مع إجراء اختبار الثبات الداخلي على أسئلة الاستبيان.

الدراسات السابقة:

على الرغم من قلة الدراسات المتوفرة في أدبيات مهنة المحاسبة والمراجعة عن نماذج حوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، تمكَّن الباحث لحظ الدراسات التالية بعد مسح الأدبيات التي توفرت له:

- اقترح Neil Garrod (٢٠٠٠) إطاراً نظرياً لتحليل الانتقال في نظم حوكمة الشركات. وطبق نموذجه على سلوفينيا، كمثال لاقتصاد انتقالي في أوروبة. ولاحظ بأن الممارسات المحاسبية وقانون الشركات وممارسات تنظيم سوق التبادل التي تم نمذجتها في بريطانيا وألمانيا والولايات المتحدة قد لا تكون الأفضل لسلوفينيا. وتخدم هذه الدراسة البحث هنا في أنها تساعد في تشكيل النموذج المقترح وفي تحديد بعض متغيراته.
- من جهة أخرى درس Joseph P. H. Fan and T. J. Wong (٢٠٠٢) دور المراجعين الخارجيين في حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة وقدما دليلاً لنتائج بحثهما من دول شرق آسيا. إذ بحثا التركز في ملكية الشركات وما تولده من تضارب وفق نظرية الوكالة بين المالكين المسيطرين والأقلية من حملة الأسهم، والتي يصعب تخفيف حدّة هذا

التضارب في المصالح – حسب وجهة نظرهما – من خلال الرقابة التقليدية في الشركات عن طريق مجالس الإدارة وطرق السيطرة Takeovers. حيث فحص الباحثان ما إذا كان بالإمكان توظيف المراجعين الخارجيين المستقلين للعب دور أكبر كمراقبين وكعامل مخفف لمشكلة الوكالة هذه. لاحظ الباحثان من خلال استخدام عينة واسعة من الشركات من ثمانية بلدان في شرق آسيا أن هنالك أرجحية لقيام الشركات باستخدام مراجعين من الشركات الخمس الكبرى (في ذلك الوقت) عندما يكون هنالك مشكلة وكالة هامة متضمنة في هيكل ملكية هذه الشركات. كما وجدا بأن شركات المراجعة الكبرى تتقاضى أجوراً أعلى بكثير ويضعون عتبة أقل لتعديل تقرير المراجعة في الشركات محل المراجعة في شرق آسيا مما تفعله شركات المراجعة الأصغر. ووصلا إلى أن شركات المراجعة الخمس الكبرى تلعب دوراً بارزاً في الأسواق الناشئة في حوكمة الشركات.

- حاول (Arcan Tuzcu and Ali Fikirkoca, 2005, p:154) تحليل كيفية تفاعل الشركات المدرجة على لائحة سوق استنبول للتبادل مع حاجات وتوقعات حملة أسهمها والأطراف الأخرى ذات العلاقة (مثل الموظفين والإدارة – من داخل الشركات– والزبائن والموردين واتحادات التجارة، والمجالس المحلية، والمنافسين، والهيئات العمومية، والمستثمرين، والإعلام ومنظمات المجتمع المدني – خارج الشركة). واستكشف الباحثان في دراستهما وجود خصائص محلية لنظام حوكمة الشركات التركي بتقويم العلاقة بين ممارسات حوكمة الشركات المدرجة في سوق استنبول للتبادل وبين المتغيرات التالية: الأنشطة القطاعية (أي حسب القطاعات الصناعية والخدمية المختلفة)، وفترة استمرار إدراج أسهم كل من الشركات على لائحة البورصة، ونسب قيمة رأسمال الأسهم وتوزع ملكية الأسهم. كما استخدم الباحثان تحليل هذه الاستراتيجيات لتحديد ما إذا كان النموذج التركي لحوكمة الشركات – كمثال لاقتصادات السوق الناشئة– أكثر تناغماً مع الصيغة الأنجلوساكسونية أو صيغة القارة الأوروبية لنموذج حوكمة الشركات. ومن خلال المسح الذي قاما به للأدبيات ذات العلاقة حدّدا استراتيجيات الشركات محل الدراسة مقارنة بتركيبتين مختلفتين من ذوي المصالح، لاحظا بأن هنالك بعض الخصائص المشتركة لدى الشركات المدرجة على لائحة سوق استنبول للتبادل، وأن هذه الخصائص تشير إلى خليط

هجين لمبادئ حوكمة الشركات يبدي بعض أوجه التشابه والاختلاف مع كلا الأنظمة الأنجلوساكسونية وتلك التي لدى باقي دول القارة الأوروبية.

- قام Lucian Bebchuk et al. 2004 بدراسة الأهمية النسبية لـ ٢٤ بنداً من بنود الحوكمة التي تبناها مركز بحوث مسؤولية المستثمر (IRRC) والمتضمنة أيضاً في نموذج مؤشر الحوكمة عند Gompers, Ishii and Metrick 2003. وتركَّز نموذجهم على مؤشر التحصُّن entrenchment على أساس ستة بنود هي: تعاقب مجلس الإدارة، والقيود على تعديلات لائحة النظام الأساسي بشأن حملة الأسهم، وخطة حقوق المساهمين (أو ما يسمى الحبوب السامة)، واتفاقات نهاية الخدمة – أو ما يسمَّى الخير الهاطل من السماء golden parachutes، ومتطلبات توافر أغلبية ساحقة للاندماج وتعديل النظام الأساسي.

وتوصَّلوا إلى أن الزيادات في مستوى المؤشر ترافقت على وتيرة واحدة مع تخفيضات هامة اقتصادياً في تقييمات الشركة وعوائد غير عادية سالبة ضخمة خلال الفترة الممتدة من ١٩٩٠ لغاية ٢٠٠٣. بينما لم تكن البنود الثمانية عشرة الأخرى حسب مركز الـ IRRC مرتبطة لا بانخفاض تقييم الشركة ولا بعوائد غير عادية سالبة (Lucian Bebchuk at al. 2004, p: 6).

- فحص D F. Larker et al. 2004 العلاقة بين طيف واسع من عوامل حوكمة الشركات ومقاييس متعددة للسلوك الإداري وأداء الشركات. باستخدام عينة من ٢١٠٦ شركات، ركَّبوا ٣٩ مقياساً بنيوياً لحوكمة الشركات (مثل: خصائص مجلس الإدارة، ملكية الأسهم، الملكية الاعتبارية، ملكية المساهمين النشطين activist، وجود أصحاب الديون، مزيج تعويضات التنفيذيين، والمتغيرات المضادة للاستحواذ...) ضمن ١٤ عاملاً من عوامل الحوكمة باستخدام تحليل العناصر الرئيسي. ووجدوا بأن عوامل الحوكمة الـ١٤ تفسِّر فقط من ٠.٦% إلى ٥.١% من التباين التقاطعي من أجل مجموعة عريضة من المتغيرات التابعة (مثل المستحقات غير العادية، تعويض المدير التنفيذي الرئيسي CEO، تصنيفات الدَّين، توصيات المحلِّلين، مؤشر Tobin`s Q، والاستثمار الزائد للشركة، والقضايا القانونية، وإعادة التقرير عن القوائم المالية) باستخدام تقنيات الانحدار المتعدد

المعياري، ومن ٠.٦% إلى ٩.٣% من التباين باستخدام تقنيات التقسيم الارتدادي الاستكشافي. أكثر من ذلك، كانت إشارات تقدير عوامل الحوكمة غير متوقعة بشكل متكرر. لكن عموماً، اقترحت نتائجهم بأن للمؤشرات البنيوية النموذجية لحوكمة الشركات المستخدمة في البحث الأكاديمي وخدمات التقييم المؤسساتية قدرة محدودة جداً لتفسير السلوك الإداري والأداء المنظماتي.

- قدَّم Hollis Ashbaugh et al. 2004 نموذجاً تناول فيه موضوع فصل الملكية عن السيطرة وما يخلقه من تضارب في المعلومات بين حملة الأسهم والمدراء ما يُعَرِّض حملة الأسهم إلى طيف من أخطار الوكالة. وفحصوا في ورقتهم مدى تأثير خصائص الحوكمة التي تهدف إلى تخفيف خطر الوكالة على تكلفة رأس مال الأسهم. قاموا بهذا الفحص من خلال أربعة أبعاد رئيسية: ١) جودة المعلومات المالية، ٢) هيكل الملكية، ٣) حقوق حامل السهم، ٤) هيكل مجلس الإدارة. ووجدوا بأن الشركات التي تفصح عن مستحقات غير عادية أكبر وأرباح أقل شفافية لديها تكلفة ملكية أعلى، بينما كانت هذه التكلفة أخفض لدى الشركات ذات لجان مراجعة أكثر استقلالاً. كما وجدوا بأن الشركات ذات الحصة الأكبر المملوكة من أسهمها من قِبَل مساهمين اعتباريين نشِطين لديها تكلفة ملكية أقل، في حين أن الشركات ذات أصحاب الحصص تلقّت تكلفة ملكية أعلى.

أكثر من ذلك، وجدوا علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال واستقلال مجلس الإدارة ونسبة الأسهم المملوكة من قِبَل أعضاء المجلس. وعليه فسَّرت خصائص الحوكمة التي فحصوها ٨% من التباين التقاطعي في تكلفة ملكية الشركات و١٤% من تباين بيتًّا بشكل تراكمي. تدعم هذه النتائج الفرضية العامة التي تقول بأن الشركات ذات الحوكمة الأفضل تُبدِي خطر وكالة أقل بالنسبة لحملة الأسهم ناجم عن انخفاض تكلفة رأس مال الملكية (Hollis Ashbaugh, Daniel W. Collins and Ryan La Fond 2004, p: 1-3).

- هدفت دراسة (ابراهيم ٢٠٠٥) حول نموذج مقترح لتفعيل قواعد حوكمة الشركات في إطار المعايير الدولية للمراجعة الداخلية إلى إلقاء الضوء على واقع حوكمة الشركات في مصر، كما عرضت التطور الملموس في ممارسة مهنة المراجعة الداخلية، فضلاً عن إبراز دور

المعايير الدولية للمراجعة الداخلية في دعم نظام حوكمة الشركات بدلالة المعايير الدولية للمراجعة الداخلية.

وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: وجود توافق على المستوى الدولي بين مبادئ حوكمة الشركات والمعايير الدولية للمراجعة الداخلية ووجود توجه دولي لدعم استقلال المراجع الداخلي من خلال تبعيته لمجلس إدارة.

وقد أوصت الدراسة بضرورة إعادة النظر في مسؤولية المراجع الداخلي تجاه المنظمة ككل وضرورة إعادة النظر في صلاحية ومسؤولية ومهام المراجعين الداخليّين وتوصيف أبعاد علاقتهم بكل من مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية، والمساهمين، ولجان المراجعة والمراجعين الخارجيين.

- قدَّم Vitaliy Zheka 2006 نموذجاً فحص من خلاله أثر الحوكمة - بالمستوى الكُلِّي ومستوى عناصر الحوكمة منفصلةً – على أداء الشركات المساهِمة المشتركة في بلد ذي اقتصاد انتقالي، وهو أوكرانيا. ودرس الباحث عينة ضخمة من الشركات خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٢. شكَّل الباحث مؤشر حوكمة كُلِّي لأوكرانيا (UCGI) ومؤشرات فرعية تصف معالم من حوكمة الشركات مثل: حقوق حملة الأسهم، الشفافية، والإفصاح عن المعلومات، واستقلال المجلس ورئيسه.

استخدم الباحث مجموعتين من المتغيرات كأداة للتعامل مع مشاكل القياس الاقتصادي. أولاً، استخدم التباينات الإقليمية في عوامل الثقة الاجتماعية كأداة للتعامل مع خيارات الحوكمة في إطار جدول تقاطعي. تضمنت أدواته: التنوع السياسي، الدين، والتنوع الإثني عبر ٢٤ إقليماً في أوكرانيا. وناقش معقولية أدواته، بحيث رفض فرضية ضعف الأدوات التي استخدمها بناءاً على القيم الجوهرية للاختبار على Stock–Yogo لذلك استخدم تقدير المربعات الصغرى على مرحلتين (2SLS)، وتقدير (2SGMM) للتحكم بالتغاير الاعتباطي.

إضافة لذلك، استخدم متغيرات ثابتة–عبر الزمن ومتغير غير ثابت زمنياً للخصائص الدِّينية كأدوات بعد مرحلة الانتقال الأولى. على اعتبار أنه غير قادر في هذه المرحلة على رفض فرضية ضعف الأدوات المُستَخدَمة، قام بتوظيف تقدير الأرجحية العُظمى لمحدودية المعلومات (LIML) لاختبار الإجراءات القادرة على الصمود في وجود أدوات ضعيفة.

وجد الباحث دليلاً قوياً بأنه يمكن لحوكمة الشركات أن تتنبأ بأداء الشركات في السياق الانتقالي. ولم يستطع رفض فرضية العدم بأن مؤشر الحوكمة الكُلِّي هو خارجي وبعيد تجاه اختبار الجداول التقاطعية، لكنه وَثَّق وجود نمو داخلي عند استخدام التقدير الأول في النموذج. تشير نتائجه إلى أن نقطة واحدة زيادة في مؤشر حوكمته UCGI سيؤدي إلى حوالي ٠.٤-١.٩% زيادة في الأداء؛ وبناءاً على نتائج تقدير المربعات الصغرى بأن التحسن في مؤشر الحوكمة للشركات الأوكرانية UCGI يتنبئ بحوالي ٤٠% زيادة في أداء الشركة. فضلاً عن توثيقه لوجود أثر غير خطِّي لحوكمة الشركات يقترح بأن الشركات التي كانت ذات مستوى حوكمة منخفض ثم تحسنت إلى مستوى معتدل أحدَثت خسائر من التحسين التراكمي في حوكمتها، بينما تمتَّعت الشركات التي كان مستوى الحوكمة فيها قبل العملية الإنتقالية مرتفعاً ثم أصبح مُعتدِلاً بعد الانتقال بتحسن زائد في أدائها.

وثَّق الباحث آثاراً قوية احصائياً واقتصادياً لحقوق حملة الأسهم، والشفافية واستقلال مجلس الإدارة على الأداء. كما وجد أثراً عكسياً لاستقلال رئيس المجلس على الأداء.

- دراسة حاكم محسن محمد (٢٠٠٨) بعنوان تحليل العلاقة بين آليات الحوكمة ومؤشرات اداء منظمات الاعمال دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية،

هدفت هذه الدراسة إلى مايأتي :

١- التأطير الفكري والنظري لموضوع الحوكمة الذي أصبح من الموضوعات التي تحظى بالاهتمام المتزايد من لدن الجهات الرقابية ومن منظمات الاعمال ذاتها.
٢- الكشف عن العلاقة بين اليات الحوكمة ومؤشرات الأداء في ست شركات من القطاع الخاص (الصناعات الغذائية) باستخدام معامل الارتباط البسيط.

وتوصلت الدراسة إلى أن آليات الحوكمة في الشركات محل الدراسة لا تقتصر فقط على مبادئ الـOECD، وكان هنالك تباين في اعتماد الشركات على آليات محددة للحوكمة ما أدَّى إلى تباين أداء هذه الشركات. كما اختلفت قدرة مقاييس الأداء المستخدمة في تفسير تأثير المتغيرات المستقلة للحوكمة. وأوصت بتشكيل هيئة للإشراف على الحوكمة، وتحسين استقلالية مجالس الإدارة.

- دراسة عصام قريط وخالد الخطيب (٢٠٠٨) بعنوان "مفاهيم الحوكمة وتطبيقاتها: حالة الأردن ومصر".

استعرضت هذه الدراسة تطبيق مبادئ الـOECD بشأن الحوكمة في كل من الأردن ومصر، وخلُصت إلى أن الشركات المساهمة العامة العاملة في القطاع المصرفي تلتزم بمبادئ الحوكمة بشكل عام بعنصرين رئيسين هما: الدور الرقابي الذي يلعبه البنك المركزي، و حرص مجالس الإدارة في تلك المصارف على الالتزام بمعايير بازل الخاصة بادارة المخاطر.

لذا يتوجب على البنك المركزي والجهات الرقابية الاهتمام بتشجيع تلك الشركات على تطبيق نظام الحوكمة فيها. وإن إصدار دليل بالمبادئ الأساسية التي تحكم هذا النظام يساهم في تشجيعها على تطبيقة. كذلك تضمين قانون الشركات تشريعات خاصة تحث هذه الشركات على المساهمة الاجتماعية تجاه بيئة عملها .

إضافة إلى تأسيس لجان للحوكمة في الشركات ونهايةً ضرورة تطبيق قواعد السلوك المهني بالنسبة لمجالس الادارة ومدققي الحسابات.

- دراسة عيسى الغنودي (٢٠٠٩) بعنوان "إمكانية حوكمة الشركات لتحسين الأداء في الشركات الصناعية الليبية – دراسة ميدانية تحليلية"

هدفت هذه الدراسة إلى عرض مفهوم ومبادئ الحوكمة، وبيان مدى أهمية تطبيقها في البيئة الليبية لتحسين الأداء الإداري والمالي للشركات محل الدراسة، وإلى بيان مدى ملائمة البيئة التنظيمية والرقابية والقانونية في شركات القطاع العام الصناعية الليبية لتطبيق مفهوم الحوكمة.

خصوصية البحث:

من خلال مراجعة الدراسات السابقة، وجد الباحث أياً منها لم يتناول واقع ممارسات حوكمة الشركات في سورية بشكلٍ كافٍ، وصياغة خصائص حوكمة الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في متغيرات ضمن نموذج قياسي، يمكِّن من مقارنة الشركات فيما بينها، أو قطاعياً، أو مع أسواق أُخرى.

من جهة أُخرى، تناولت الدراسات السابقة عدداً محدوداً جداً من متغيرات الحوكمة، لم تتجاوز ٢٤ متغيراً، وبعضها اكتفى بدراسة بعض الخصائص في آلية أو آليتين من آليات الحوكمة، وبعضها

الآخر تناولت قطاعاً واحداً، وتقييم الإطار القانوني والتنظيمي للحوكمة وليس الممارسات الفعلية للشركات المدروسة؛ بينما يحاول هذا البحث توسيع مجال المتغيرات، لتعكس صورة أفضل عن واقع ممارسات الحوكمة لدى الشركات محل الدراسة.

فروض البحث:

الفروض المتعلقة بالآليات الداخلية:

الفروض المتعلقة بمؤشر مجلس الإدارة الفرعي:

١- تلعب ممارسات الحوكمة الجيدة دوراً إيجابياً في تحسين استقلالية وفعالية مجلس الإدارة، ما ينعكس إيجاباً على أداء وقيمة الشركات محل الدراسة. وتتوزع هذه الفرضية على الفرضيات الفرعية التالية بشأن دور مجلس الإدارة:

مؤشر تركيبة المجلس الفرعي:

فرضية ١أ) هنالك علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة وأداء الشركات محل الدراسة؛

فرضية ١ب) إن تشكيل مجلس الإدارة بحيث يكون هنالك أغلبية من الأعضاء غير التنفيذيين، وألا يقل عدد المستقلين عن الثلث يُحسِّن من فعالية مجلس الإدارة، ومؤشر حوكمتها.

فرضية ١جـ) إن وجود أعضاء من شركات حليفة يضعف من استقلالية مجلس الإدارة، وبالتالي أدائها.

فرضية ١د) يؤثر وجود ازدواجية في منصب رئيس المجلس والمدير التنفيذي الرئيسي سلباً على حوكمة الشركة، بالتالي على أدائها وقيمتها.

فرضية ١هـ) يعزز وجود عضو مجلس إدارة فعال غير رئيس المجلس من أداء المجلس،

فرضية ١و) كلما زادت نسبة الأعضاء كبار السن (فوق السبعين) عن ٥٠% من حجم المجلس كلما ضعف أداؤه، وساهم ذلك في إضعاف حوكمة الشركة وأدائها.

فرضية ١ز) إن تضمين الأعضاء الداخليين ولو بنسبة أقل (من غير التنفيذيين) في تركيبة مجلس الإدارة يساعد على توازن وفعالية المجلس، وبالتالي إيجاباً على حوكمة الشركة وأدائها.

فرضية ١حـ) يساهم وجود لجان مستقلة ومؤهَّلة منبثقة (خاصة لجنة المراجعة والحوكمة والتعويضات والتعيين) عن مجلس الإدارة في تحسين جودة الحوكمة وأداء الشركة.

مؤشر المجلس الإجرائي:

فرضية ١ط) إن مزيج التعويضات لدى الشركات محل الدراسة يعتمد بشكل أكبر على التحفيز بعيد الأمد والمدفوعات المتغيرة (غير الثابتة)، ما سينعكس إيجاباً على حوكمة الشركات وأدائها المالي.

فرضية ١ي) معظم أعضاء مجالس الإدارة منشغلون، ما ينعكس سلباً على حوكمة الشركات، وبالتالي على أدائها.

فرضية ١ك) لاتقل اجتماعات الأعضاء المستقلِّين من مجلس الإدارة و/أو كل من لجانه الفرعية عن أربع اجتماعات، وهنالك علاقة إيجابية بين عدد الاجتماعات وفعالية المجلس وأداء الشركة.

فرضية ١ل) لا تُجري الشركات محل الدراسة تقويماً ذاتياً دورياً لمجلس الإدارة، على الرغم من أهمية هذا التقويم في تحسين فعالية المجلس وبالتالي في حوكمة الشركة وأدائها.

فرضية ١م) يُحمِّل المستثمرون علاوة على أسعار أسهم الشركات التي لديها اتجار و/أو تعامل داخلي قادر على التملُّص من العقاب أكثر من باقي مُحدَّات الحوكمة السيِّئة الأخرى في البلدان ذات الاقتصادات الإنتقالية والأسواق الناشئة.

فرضية ١ن) ينعكس تنوع مجلس الإدارة إيجاباً على حوكمة الشركة وأدائها.

فرضية ١س) يعكس تغيير المدراء التنفيذيين الرئيسيين إثر أداء ضعيف ممارسة حوكمية جيدة يُقدِّرها المستثمرون في السوق إيجابياً.

الفروض المتعلقة بمؤشر هيكل الملكية الفرعي:

٢- تتصف الملكية في الشركات المدرجة بأنها ملكية مُرَكَّزة بشكل كبير، ما ينعكس سلباً على حوكمة وأداء الشركات. وتتوزع على الفرضيات التالية:

١. هنالك علاقة إيجابية بين الملكية المرَكَّزة وبين الرقابة على أداء الإدارة التنفيذية، لكن ينعكس ذلك سلباً على حقوق الأقلية من خلال محاولة الأكثرية تجريد الأقلية من حقوقهم.

٢. هنالك علاقة إيجابية بين ملكية غير السوريين، وبين أداء وقيمة الشركة،

٣. يساعد وجود أصحاب الحصص والمساهمين المؤسساتيين في تحسين الحوكمة وأداء الشركة، عندما يكون هيكل الملكية مُركَّزاً.

٤. هنالك فرق جوهري بين حقوق المساهمين في التدفق النقدي وفي السيطرة، ما ينعكس سلباً على حوكمة وأداء الشركات محل الدراسة.

٥. هنالك علاقة إيجابية بين تركُّز الملكية وبين مستوى نفقات البحث والتطوير في الشركات محل الدراسة

الفروض المتعلقة بالآليات الخارجية:

مؤشر المراجعة الفرعي:

٣- يرتبط قرار الشركة باختيار شركة مراجعة الحسابات من الـ Big4 إيجابياً بمشاكل الوكالة خاصتها المتضمنة في هيكل مُلكيتها

١. يرتبط وجود ملكية خارجية غير سورية مع اختيار المراجع من الأربع الكبار،

٢. تزداد العلاقة الإيجابية بين اختيار الشركة لمُراجِع من الـ Big4 ودرجة مشاكل الوكالة خاصَّتها تبعاً لحاجة الشركة إلى التمويل عن طريق الأسهم،

٣. ترتبط أتعاب المراجعة لشركة ما إيجابياً بمشاكل الحوكمة المتعلقة بهيكل مُلكيَّتها،

٤. ستحفِّز الإيرادات الضعيفة المراجعين إلى إبداء أراء مُعَدَّلة بشكل أكبر للشركات التي لديها مشاكل حوكمة أكبر مُتَضمِّنة في هيكل مُلكيتها،

٥. هنالك علاقة عكسية بين مستوى الأتعاب المدفوعة للمُراجِع (عن كِلا خدمات المُراجَعة وغير المُراجَعة) والمستحقات، وتكون هذه العلاقة أقوى في الشركات ذات مستوى حوكمة ضعيف،

مؤشر أصحاب المصالح والمسؤولية الاجتماعية الفرعي:

٤- يلعب أصحاب المصالح في سورية دوراً هاماً في حوكمة الشركات محل الدراسة:

١. لدى المصارف تأثير جوهري على حوكمة الشركات محل الدراسة، من خلال حجم التمويل المقدم لها؛ وتكون الفرضية الإبتدائية هنا: لايوجد هنالك علاقة جوهرية بين التمويل عن طريق البنوك كآلية من آليات الحوكمة وبين باقي آليات الحوكمة في الشركات محل الدراسة،

٢. لايوجد هنالك علاقة جوهرية بين التمويل عن طريق البنوك كآلية من آليات الحوكمة وبين أداء الشركات محل الدراسة.

٣. يلعب الموظفون دوراً هاماً في حوكمة الشركات وأدائها من خلال تمثيلهم في مجالس إداراتها أو عن طريق النقابات واتحادات العمال أو من خلال تملك المساهمين المؤسساتيين (كصناديق التقاعد، أو خزانات النقابات، أومؤسسة التأمينات الاجتماعية).

٤. لايوجد فرق جوهري بين الشركات محل الدراسة من حيث وجود سياسات تهتم بالمسؤولية الاجتماعية ،

مؤشر الإفصاح وإدارة الأرباح الفرعي:

٥- هنالك علاقة سالبة بين الحوكمة الجيدة وممارسة إدارة الأرباح في الشركة،

١. ترتبط مجالس الإدارة عالية الاستقلال سلبياً بإدارة الأرباح، وإيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية.

٢. يرتبط العائد على السهم لشركة ما إيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية،

٣. هنالك علاقة عكسية بين الاعتماد على الدَّين وإدارة الأرباح،

٤. يرتبط وجود لجان مراجعة عالية الاستقلال والكفاءة سلبياً بإدارة الأرباح، وإيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية

٥. تترافق الملكية شديدة التركُّز سلبياً بإدارة الأرباح، وإيجابياً بالمحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية،

٦. ترتبط الملكية المرتفعة للمدراء سلبياً بإدارة الأرباح، وإيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية،

٧. ترتبط الملكية المرتفعة لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين سلبياً بإدارة الأرباح، وإيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية،

٦- تُبدي الشركات التي تتبنى أدلة حوكمة ذاتية (إضافة لدليل السوق حول قواعد الحوكمة) مستوى أفضل من الحوكمة، والإفصاح الحوكمي.

٧- هنالك ارتباط هام بين الإفصاح عن العمليات مع الأطراف ذات العلاقة وأداء الشركة.

٨- هنالك فرق جوهري في جودة حوكمة الشركات بين القطاعات المختلفة،

٩- تعمل آليات الحوكمة الداخلية والخارجية بشكل بديل، ما لم يحدث تدخُّل تشريعي أو تنظيمي خارجي. ويتفرع عنها:

١. المتغيرات الداخلية والخارجية لنموذج الحوكمة غير مُرتَبِطة ببعضها البعض،

١٠-أ) هنالك علاقة ذات أهمية بين حوكمة الشركات وبين أداء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كسوق في طور النشوء.

١٠ب) لايوجد هنالك أية تباينات في هذه العلاقة عند توظيف مقاييس مختلفة لأداء وقيمة الشركة، مثل العائد على الأصول ROA، أو Tobin`s Q، أومعدل الربح المحاسبي، أو العائد على حقوق الملكية.

محدِّدات البحث:

- يركز البحث على الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة والتقليل من مراجعة الكم الضخم من الأدبيات حول الحوكمة في الاقتصادات والأسواق المتقدمة، وإن كان الأمر لايخلو من التطرق لبعضٍ منها لأغراض هذا البحث. كما أن البحث يهتم بالحوكمة على مستوى الشركة ويضع جانباً دراسات الحوكمة على مستوى البلد. ويركز البحث على وضع نموذج لقياس مُعظَم (أو الكثير من) معالم حوكمة الشركات بدلاً فقط من معلم واحد. كما لايتناول تطبيق نموذج البحث الشركات ذات الإدراج المتعدد في عدة أسواق، كونها غير موجودة بعد في سوق دمشق للتبادل.
- إن عدم وجود قاعدة بيانات حول ممارسات ومسوحات الحوكمة في سورية مقارنة بأسواق ناشئة أخرى (مثل كوريا، البرازيل، تركيا، روسيا...إلخ) فرض على الباحث ضرورة جمع البيانات من مصادر مختلفة كالتقارير السنوية للشركات المدرجة في سوق دمشق، ونشرات الإكتتاب، والقوانين والأنظمة والأدلة الإرشادية، والمواقع الإلكترونية لهيئة الأسواق والأوراق المالية وسوق دمشق والشركات المدرجة، والمسح اليدوي ومصادر أخرى. وللحدّ من تكلفة جمع البيانات يدوياً، افترض الباحث عموماً بأن الشركات التي افتقدت ممارسة عنصر من عناصر الحوكمة في سنة ما (t) فإنها تفتقد هذا العنصر في السنوات السابقة ($t-1$). مثلاً الشركة التي ليس لديها لجنة مراجعة في سنة معينة، فإنها تفتقد وجود هذه اللجنة في السنوات السابقة.

- في حين تستفيد الدراسات السابقة من توفر عدد كافٍ نسبياً من الشركات، أو الفترات لإدخالها في الدراسة، قد لايتوفر ذلك للباحث هنا مع حداثة وصغر حجم سوق دمشق للأوراق المالية. لكن يبقى من المثير دراسة مثل هذا السوق.
- قد يقود الأداء المالي الضعيف ويُوَجِّه ممارسات حوكمة معينة. ومع كثرة مشاكل التأثيرات الداخلية المتبادلة بين المتغيرات الداخلة في النموذج في البحوث التطبيقية حول الحوكمة، إلا أن البعض يعتقد بأنها تبقى غير جوهرية. على كلٍّ، يتطلب التعامل مع هذه المشكلة تصميم الاختبارات بشكل جيد، وتفسير النتائج بحذر.
- قد تكون تقديرات العوامل متحيزة إن كان هنالك خصائص و/أو آليات للحوكمة غير مدروسة أو غير ملحوظة تؤثر على عملية التقرير المالي.
- لايتناول البحث مايسمى بالأثر المنتقل عبر الحدود للحوكمة (الإيجابي أم السلبي) وأثرها على حوكمة الشركات المحلية من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ العدائي عبر الحدود والإدراج المتبادل، لقلة (أو عدم وجود بيانات عن) هذه العمليات في سوق دمشق للأوراق المالية؛ بالرغم من أن ذلك مجال خصب لبحث مستقبلي في حوكمة الشركات في الأسواق الوليدة والناشئة.

الباب الأول:

الإطار النظري لحوكمة الشركات والتطوير الفرضي

الفصل الأول: نشأة وتطور حوكمة الشركات وتجارب اقتصادات السوق والتجارب الانتقالية.

تمهيد:

قسَّم الباحث الفصل الأول إلى ثلاثة مباحث: عرض في الأول تعريف ومفهوم ولمحة تاريخية عن حوكمة الشركات، ثم أهميتها للأطراف المختلفة في المجتمع المالي. مُبَيِّناً الأساس المنطقي لهذا المفهوم والمشكلة الرئيسة فيه. فاستعرض أساسيات حوكمة الشركات من أهداف، ومبادئ، والملامح الرئيسية لها، وعرض أهمية أدلة الحوكمة ومداخل إلزامها. كذلك عدَّد الباحث الخصائص البيئية المحيطة بحوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، بعد توضيح هذين المصطلحين الأخيرين منعاً للخلط الشائع بينهما.

يتناول المبحث الثاني نماذج الحوكمة السائدة عالمياً والتقسيمات المختلفة لها، وتجارب بعض الدول خاصة في البلدان محل الدراسة. وصولاً إلى مناقشة دور إصلاح الحوكمة للتخفيف من مشكلة تضارب المصالح، وضرورة استمرارية الإصلاح، ثم أثر إدخال إصلاح مُعيَّن على وضع التوازن في نموذج الحوكمة لشركة ما، الأمر الذي يؤدِّي إلى نجاح الإصلاح أو عدمه.

أخيراً، أثر الأزمة المالية العالمية الأخيرة على إصلاح حوكمة الشركات ومُكوِّنات النموذج المُقترَح.

المبحث الأول: تعريف ومفهوم حوكمة الشركات وأهميتها

١ـ لمحة تاريخية عن حوكمة الشركات:

يساعد إلقاء نظرة على تاريخ الحوكمة تجميع قطع الأحجية التي يمكنها أن تساهم في وضع أساس لفهم موضوع البحث. فيحدد أصل مصطلح الحوكمة الجيدة، بالتعريف، سياق نشوئها، الأمر الذي يساعد على فهم مكونات ومفاهيم هذا المصطلح وتضمينات تطوره المستمر. والفكرة هنا، أن التحليل التاريخي لمَنشأ الحوكمة الجيدة يصف العملية التي سمحت للأفكار حولها بأن تهيمن على خطط النمو المتنافسة لها، ومعطية امتيازاً قابلاً للنقاش لمصالح مؤيديها Philip Kimmet, p: (23).

عززت قوانين الشركات في الولايات الأمريكية المختلفة حقوق مجلس الإدارة للحكم دون إجماع كامل من حملة الأسهم مقابل منافع قانونية للمساهمين وحقهم بالرقابة، لجعل حوكمة الشركة أكثر كفاءة في القرن التاسع عشر. منذ ذلك الوقت، وبسبب شمل معظم الشركات الكبيرة المطروحة للتداول العام في الولايات المتحدة في ظل قانون Delaware حول إدارة الشركات، وكونه تم تحويل معظم ثروة الولايات المتحدة على شكل أسهم على نحوٍ متزايد في أشكال مختلفة من الشركات والمؤسسات، باتت حقوق المالكين الأفراد وحملة الأسهم مشتقَّة ومشتتة إلى حدٍّ كبير. قادت هواجس حملة الأسهم حول المدفوعات للإدارة (أي رواتب وتعويضات المدراء) وخسارة الأسهم بشكل دوري إلى تساؤلات متكررة لإصلاح حوكمة الشركات[١].

في القرن العشرين، مباشرة بعد أزمة وول ستريت عام ١٩٢٩، أمعن الباحثون الأكاديميون في القانون، مثل: Adolf Augustus Berle, Edwin Dodd, and Gardiner C. Means النظر في دور الشركات الجديد في المجتمع. ومازال لمقالة Berle and Means العلمية حول "الشركة الحديثة والملكية الخاصة" (1932, Macmillan) أثر عميق على مفهوم حوكمة الشركات في المناقشات الأكاديمية اليوم.

أدخل Ronald Coase، من كلية شيكاغو للإقتصاد، في كتاباته حول "طبيعة الشركة" عام ١٩٣٧، مقولة تكاليف الصفقة في فهم سبب وجود الشركات وكيف تستمر في عملها. بعد خمسين عاماً، وضع Eugene Fama and Michael Jensen في كتابهم "فصل الملكية عن الرقابة"

[1] Wikipedia: "Corporate Governance", the free ecyclopedia.

نظرية الوكالة كطريقة لفهم حوكمة الشركة: أي يُنظر إلى الشركة كسلسلة من العقود. وتم تسليط الضوء على نظرية الوكالة في مقال Kathleen Eisenhart عام ١٩٨٩ (Academy of Management Review).

رأت الولايات المتحدة بعد الحرب العالمية الثانية من خلال نشوء الشركات متعددة الجنسيات، إنشاء طبقة من المدراء المؤهلين. وعليه، نشر أساتذة هارفارد مقالات علمية مؤثِّرة تدل على تفوقهم، منها: (المقاوَلة) لِـ Myles، (تاريخ الأعمال) .Alfred D. Chandler, Jr، (السلوك التنظيمي) Jay Lorsch and Elizabeth Maclver. ووفقاً لِـ Lorsch and Maclver "لدى العديد من الشركات سيطرة مهيمنة على شؤون الأعمال دون وجود مساءلة أو رقابة مقابِلة كافية من قِبَل أعضاء مجالس إدارتها".

منذ أواخر سبعينيات القرن العشرين، استمرت حوكمة الشركات كموضوع لنقاشات هامة في الولايات المتحدة وباقي بلدان العالم. إذ تتبع جهود المجالس حول إصلاح الحوكمة، في جزء منها، من حاجة ورغبة مالكي الأسهم لممارسة حقوق ملكيتهم للشركات ولزيادة قيمة أسهمهم، وبالتالي ثروتهم. وقد توسعت واجبات أعضاء مجالس الشركات خلال العقود الثلاثة الماضية إلى ما هو أبعد من مسؤوليتهم القانونية التقليدية بواجب العناية المهنية والولاء للشركات ومالكي أسهمها.

في النصف الأول من التسعينيات ١٩٩٠، تلقت مسألة حوكمة الشركات في الولايات المتحدة اهتماماً كبيراً لدى الصحافة نتيجة موجة تسريح المدراء التنفيذيين (مثلاً، لدى IBM, Kodak, Honeywell) من قبل مجالس إداراتهم. كما قاد نظام تقاعد موظفي كاليفورنيا العاملين (CalPERS) سلسلة من نشاطات حملة الأسهم المؤسساتيين (وهو أمر نادراً ما تمت رؤيته من قَبْل في أمريكا)، كطريقة للتأكد من عدم تبديد قيمة الشركة نتيجة العلاقات القوية التقليدية الحالية بين المدراء التنفيذيين الرئيسيين وأعضاء مجالس الإدارات (مثال: من خلال إصدار خيارات الأسهم غير المقيدة، والمؤرخة بتواريخ سابقة بشكل متكرر).

في عام ١٩٩٧، أظهرت الأزمة المالية التي عصفت بدول شرق آسيا، تأثُّر اقتصادات كتايلاند، وأندونيسيا، وكوريا الجنوبية وماليزيا والفلبين بخروج رأس المال الأجنبي إثر انهيار قيمة الأصول من الممتلكات بشكل كبير. فقد سلط نقص آليات الحوكمة في هذه البلدان على ضعف المؤسسات

في هذه الاقتصادات، أو ما سُمِّي بمشاكل رأسمالية الأصدقاء الحميمين "Crony Capitalism" (إيمان أحمد عزمي ٢٠٠٥، ص: ٤٠٨).

في مطلع الألفية الثانية، أدت الإفلاسات الكبيرة (والتورطات ذات الطبيعة الجنائية) لدى إنرون وورلد كوم، وهزائم الشركات الأصغر، مثل Adelphia Communication, AOL, Arther Andersen, Global Crossing, Tyco,[١] إلى اهتمام متزايد من قبل حملة الأسهم والحكوميين بحوكمة الشركات. وانعكس هذا على تمرير قانون Sarbanes-Oxley Act لعام ٢٠٠٢ (الشريف وأبو عجيلة ٢٠٠٥، ص: ١٥).

وتعود المشكلة الرئيسية في أدبيات حوكمة الشركات، منذ نشوئها، إلى الترتيبات المؤسساتية المتعلقة باختيار وانتقاء الممثلين في الشركة ودور مجلس الإدارة والواجبات التي ائتُمِن عليها، إضافة لمُعضِلة توازن القيود على كبار المساهمين.

٢- تعريف حوكمة الشركات

يُشير (Marco Becht, et al 2005, p2) إلى أن مصطلح حوكمة الشركات مُشتقٌ من التشابه بين حكم المدن، أو الأمم، أو الولايات وحوكمة الشركات. وقد بدى التشابه بين التصويت السياسي والتصويت داخل الشركة جليّاً في الكتابات حول الشركات وفي أنظمتها الأساسية، ويرجع ذلك إلى الأصول الثورية للشركات الأمريكية وإلى شركات سكك الحديد الأولى في ألمانيا [Dunlavy (1998)]. وتم استخدام المصطلح الدقيق "لحوكمة الشركات" من قبل [Richard Eells (1960, p.108] أول الأمر للإشارة إلى "هيكلية وعمل سياسة الشركة". وتنظر الكتابات المبكرة حول تمويل الشركات إلى "الحكم بالوكالة" [(Mead (1928, p. 31] كميزة رئيسية تميِّزها عن شركات الأشخاص، لكن كان هنالك، ومازال، خلاف حول كيفية تمثيل حوكمة الشركة، ومن هم أولئك الذين ينبغي تمثيلهم في الشركة.

على كلٍّ، بالرغم من سعة انتشار استخدام هذا المصطلح عموماً، يبقى بعيداً عن الوضوح إلى حدٍّ ما. فعند مستوى معين، يتواجد الغموض في نطاق المصطلح – ما إذا كان يشمل فقط العلاقة بين حملة الأسهم والمدراء، أو أنه أكثر توسعاً، ليتضمن العلاقة بين مجال أوسع من الأطراف ذات

---

[١] ومؤخراً Fannie Mae and Freddie Mac.

العلاقة ومجلس الإدارة. كما يبدو أن هنالك غموضاً في تطور المصطلح وغموضاً تشريعياً إن كان بالنسبة لمعنى ومحتوى حوكمة الشركات. إذ يعتقد Lipton (١٩٨٧) بأنه على كل جيل ممارسة ومناقشة حوكمة الشركات في ضوء العوامل السائدة لدى الشركات في تلك الفترة، أما من الناحية التشريعية وبشكل مغاير للقيود القانونية التي يمكن توقعها نسبياً، فإن القيود الموضوعة على سلوك الشركات في مجتمع ما هي في تغير مستمر. إضافة إلى عدم وجود مسار نظري واضح بين الحوكمة كمفهوم اقتصادي جزئي والتشريع كمفهوم من وجهة نظر الاقتصاد الكلي. ويعتقد Ciancanelli بأن غموض المفهوم لدى بعض الأطراف يولِّد ما سماه فجوات في حوكمة الشركات، إن كان في الممارسة أو القواعد والتشريعات[١].

إذاً، يعتمد التعامل مع التعريف من منظور واسع أو ضيق، على وجهة نظر صانع القرار والسياسات، أو المُمَارِس، أو الباحث، أو واضعي النظريات.

على كل حال، وعند مستوى أساسي (معيَّن)، هنالك شدٌّ وتجاذب بين رؤيتين متنافستين لدور حوكمة الشركات – ما إذا كان ينبغي أن تعنى حوكمة الشركات بشكل رئيسي بالتأكيد على مُساءلة المدراء أم على تعزيز أداء وكفاءة الشركة.

وعلى الرغم من تأكيد أوائل المناصرين للممارسات الجيدة للحوكمة على منطق المساءلة، يبدو أن عرض حوكمة الشركات كبديل حيوي ذاتي عن التنظيم الحكومي، مؤخراً، قد لعب دوراً في نقل الفهم باتجاه منطق الكفاءة. وأكثر ما يبدو هذا الشدّ بين هذين المنطقين، هو في تقرير هامبل (Hample Report 1998) الذي يذكر في مستهلِّه: *"تتوضع أهمية حوكمة الشركات في مساهمتها في كِلا نجاح الأعمال وفي المساءلة. في بريطانيا استحوذت الأخيرة (أي المساءلة) كثيراً على النقاش العام على مدى السنوات القليلة الماضية. ونرغب الآن في رؤية تصحيح موازِن (أي باتجاه دورها في نجاح وازدهار الأعمال)"*[٢].

---

[1] Penny Ciancanelli, Jose Antonio Reyes Gonzalez, "*Corporate Governance in Banking: a Conceptual Framework*", Department of Accounting and Finance, Strathclyde University, Paper submitted for presentation at the European Financial Management Association Conference, Athens, June, 2000; p: 3, 17.

[2] Jennifer G. Hill. "Deconstructing Sunbeam – Contemporary issues in Corporate Governance", published in (1999) 67 U Cincinnotti LRev 1099; pp: 1, 2.

وربما كان أكثر تعريف مشهور لحوكمة الشركات من قِبَل أدريان كادبوري عام ١٩٩٢ في تقريره حول النواحي المالية لحوكمة الشركات في المملكة المتحدة: "بأنها النظام الذي تدار من خلاله وتُوَجَّه وتراقَب شركات الأعمال".

ويُلاحظ هنا أن حوكمة الشركات قد تم تعريفها على أنها مجموعة من الآليات التي تعمل من خلالها الشركات عند انفصال الملكية عن الإدارة. على كل حال، ربما قد لايرضي تعريف واحد كل الأطرف، لكن في حال تضييق أو توسيع التعريف المختار يبقى من الهام احترام القيم الأساسية للحوكمة وهي: الشفافية، والمساءلة، والعدالة، والمسؤولية بحيث يمكن للشركات المحافَظة على ثقة المستثمرين وأصحاب المصالح والمجتمع ككل.

ويشير البعض (Jill, Solomon, 2010, p:5) إلى عدم وجود تعريف واحد متفق عليه، وأن هنالك فروقات جوهرية بين التعاريف تبعاً للبلد موضع الاهتمام، ومهمة وضع تعريف حوكمة الشركات ليست مهمة سهلة، خصوصاً بأخذ الطبيعة الديناميكية لها بعين الاعتبار. بينما يرى بعض الباحثين أنه ليس هنالك حاجة لتعريف الحوكمة كي لايتم تقييد المفهوم بمحددات التعريف، وهي جديدة كفرع علمي معرفي.

في أدبيات حوكمة الشركات تتباين التعاريف بشكل كبير، إلا أنها تقع إجمالاً في مجموعتين اثنتين: تركِّز المجموعة الأولى على الممارسات الفعلية للشركات – كأدائها وكفاءتها ونموها وهيكلها المالي وتعاملها مع حملة الأسهم وأصحاب المصالح. في حين تربط المجموعة الثانية نفسها بالأُطُر المعيارية، ألا وهي، القواعد التي تعمل في ضوئها الشركات. تأتي هذه القواعد من مصادر مثل: النظام التشريعي والقضائي والأسواق المالية وسوق العمالة.

كذلك تغطي المجموعة الأولى من التعاريف قضايا حوكمة الشركة داخل الشركة نفسها. بما فيها كيفية عمل مجلس الإدارة ودور مكافأت وتعويضات المدراء التنفيذيين في تحديد أداء الشركة

والعلاقة بين سياسات العمالة والأداء ودور حملة الأسهم المتعددين (Gillan and Starks, 1998) و (Christo Karuna, 2008)[١].

بينما تتعامل المجموعة الأخرى مع القوانين والقواعد التي تحكم الشركات وآثارها على أنماط سلوك هذه الشركات وعلى المستثمرين وغيرهم (Riccardo Tiscini – Francesca di Donato, 2004). كذلك يمكن تعريف الإطار المعياري بشكل ضيق أو مُتَّسِع؛ ففي ظل التعريف ذي النطاق الضيق سيكون التركيز على القواعد في أسواق رأس المال التي تحكم استثمارات حقوق الملكية في الشركات المدرجة – كما هي الحال في المرحلة التي وصلت إليها سورية. إذ تتضمن هذه القواعد متطلبات الإدراج والترتيبات التي تحكم التعامل الداخلي في السوق والإفصاح والقواعد المحاسبية وحماية حقوق الأقلية.

ومع تعريف أكثر تحديداً مالياً (أي ضمن النطاق الضيق)، سيكون التركيز على كيفية حماية المستثمرين الخارجيين لأنفسهم من مصادرة أموالهم من قبل المدراء الداخليين (Z. REZAEE, 2002). أما المسائل الأخرى ذات العلاقة بهذه الفئة من التعاريف يُلحظ منها: حماية حقوق الأقلية، وتعزيز حقوق الدائنين والتي تظهر مثلاً في القوانين المتعلقة بالضمانات والإفلاس، إضافة لأمور أخرى مثل تعويضات وحقوق المدراء التنفيذيين والقدرة على إجراء المقاضاة والتحكيم داخل السوق أو خارجه (Riccardo Tiscini – Francesca di Donato, 2004, p: 5).
يقترب هذا التعريف من ذلك الذي وضعه سابقاً الاقتصاديَّان أندريه شلايفر وروبرت فيشني – Andrei Shleifer and Robert Vishny – عام ١٩٩٧: "تتعامل حوكمة الشركات مع الطرق التي يتأكد بها مزوِّدو التمويل للشركات من حصولهم على عائد على استثماراتهم"[٢]. ويمكن توسيع هذا التعريف ليتضمن حل المشاكل العالقة بين مختلف المستثمرين وتسوية النزاعات بين مختلف الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

---

[١] يعرف (Gillan and Starks, 1998) الحوكمة بأنها تتألف من نظامٍ من القوانين، والقواعد، والعوامل التي تبين الحدود الفاصلة بين العمليات داخل الشركة.

[2] Dianek Denis & John J. McConnell; "*International Corporate Governance*", Jan. 2003, p: 2.

بينما يمكن أن تشمل حوكمة الشركات ضمن مفهوم أوسع تحديد القيمة المضافة من قبل الشركات وتوزيعها بين مختلف الأطراف ذوي العلاقة بتلك الشركة. تحت هذا التعريف يكون الهدف من الإطار السليم لحوكمة الشركات تعظيم مساهمة الشركة في الاقتصاد الكلي. في هذه الحالة، ستتضمن حوكمة الشركات العلاقة بين حملة الأسهم والدائنين والشركات؛ وبين الأسواق المالية والمؤسسات والشركات؛ وبين الموظفين والشركات. كما ستشمل مسؤولية الشركة الاجتماعية فيما يخص أمور مثل المساهمات والتبرعات والقضايا البيئية[١].

ففي مناخ دولي متنوع، يبرز السؤال حول ضرورة امتداد إطار حوكمة الشركات ليشمل القواعد والمؤسسات معاً. وهنا، مرّة أخرى هنالك وجهتا نظر، أوّلهما تقول بأن إطار الحوكمة يتحدد بالقواعد وبذلك يتعلق بالأسواق والخارجيين. وهي الفكرة السائدة أو التي تنطبق على البلدان الأنجلوسكسونية. أما في معظم باقي أنحاء العالم يعتقد بأن المؤسسات – خاصة البنوك والداخليين – هي التي تحدد إطار حوكمة الشركات الفعلي.

برأي الباحث، المؤسسات والقواعد مهمّة، وغالباً ما يكون التمييز الشديد بينهما – كما يحدث بالغالب– مضلِّلاً وغير دقيق. فالمؤسسات لاتنشأ في فراغ وهي تتأثر بالقواعد المعمول بها في البلد إضافة للمعايير الدولية. بالمقابل تتأثر القوانين والقواعد بالتركيبة المؤسساتية في البلد المعني. أكثر من ذلك، تتطور القواعد والمؤسسات مع مرور الوقت خلال العملية السياسية التي تؤثر في شكل البنى الاقتصادية والتشريعية.

وعليه، يمكن أن يكون نطاق المؤسسات والقواعد الذي قد يؤثر بشكل هام في الحوكمة الجيدة للشركات أمراً محيراً. ولإيجاد طريقة أسهل لمعرفة معنى حوكمة الشركات يمكن الأخذ بالمدخل الوظائفي. يُدرِك هذا المدخل بأن الخدمات المالية تأتي بأشكال عديدة، لكن عندما لا تكون الخدمات كحزمة واحدة تكون معظم المكونات الرئيسية – إن لم تكن كلها – متشابهة. أدى هذا

---

[١] "في مفهومها الأوسع، تتعلق حوكمة الشركات بإحداث التوازن بين الأهداف الاقتصادية والاجتماعية وبين تلك الشخصية والعامة. ويتم وضع إطار للحوكمة للتشجيع على الاستخدام الكفؤ للموارد بالتوازي مع المساءلة عن إدارة هذه الموارد. فالهدف هو رصف المصالح الشخصية للأفراد والشركات والمجتمع قدر الإمكان. والحافز لهذه الشركات ولمن يملكها ويديرها لتبني معايير حوكمة مقبولة دولياً هو أن هذه المعايير ستساعدهم على تحقيق أهدافهم وجذب الاستثمار. والحافز على تبنيها من قبل الحكومات هو أن هذه المعايير ستقوي من اقتصاداتها وستشجع على الأمانة وأخلاقيات العمل." -القول لأدريان كادبوري، *"نحو تنمية وحوكمة للشركات"*، أمام المنتدى الدولي لحوكمة الشركات Focus 1, 2003 p.

النوع من التحليل للوظائف– طبعاً غير المنتجات المحددة التي تقدمها المؤسسات والأسواق المالية – إلى تمييز ستةِ أنواعٍ من الوظائف المتضمنة في مفهوم الحوكمة وهي:

١. تجميع الموارد وتوزيع الحصص،

٢. توزيع الموارد زمنياً وحسب الأغراض،

٣. إدارة الخطر،

٤. توليد وتقديم المعلومات،

٥. معالجة مشاكل الحوافز،

٦. حل مشاكل التنافس على الثروة التي تولدها الشركة.

لذلك، يمكن تعريف حوكمة الشركات على أنها ذلك النطاق من المؤسسات والسياسات المتضمنة بهذه الوظائف حسب تعلقها بالشركات؛ فمثلاً تؤثر كِلا الأسواق والمؤسسات بالطريقة التي تعمل بها وظيفة حوكمة الشركات في توليد وتقديم معلومات شفافة وعالية الجودة.

وتبدو معظم هذه الوظائف جليَّة في التعريف الذي يقدمه الاتحاد الدولي للمحاسبين بأن الحوكمة هي " تلك المجموعة من المسؤوليات والممارسات التي يقوم بها كل من الإدارة التنفيذية ومجلس الإدارة – وهما الجسم الحاكم – في شركةٍ ما بهدف أ) وضع اتجاه استراتيجي، ب) والتأكد من تحقيق الأهداف، جـ) وإدارة الأخطار بشكل ملائم، د) وتبرير استخدام موارد الشركة بشكل مسؤول" (IFAC, 2008, p: 6).

وغالباً ما يفوت واضعي التعاريف لحوكمة الشركات مسألة هامة، ألا وهي ديناميكية التعريف. فكما لوحظ أن التعاريف تُقسَم ببساطة إلى مجموعتين، الأولى ذات منظور داخلي يستند على دافع الكفاءة والإصلاح الذاتي في تطوير ممارسات حوكمة الشركات في بلدً ما، ويهتم بحماية حقوق الخارجيين مستنداً في ذلك إلى القواعد وأسواق رأس المال.

والثانية ذات منظور خارجي يعتمد على الأُطُر والتشريعات القانونية التي تحكم عمل الشركات بإصلاح خارجي يأتي من خارج الشركات، وعلى دافع الشرعية – حيث تسعى الشركات كي تظهر بصورة شرعية أمام المستثمرين المحتملين وتجاه متطلبات الحوكمة الجديدة.

ويصنف بعض الباحثين البلدان ضمن هاتين المجموعتين (التصنيف الشائع: نموذج الدول الأنجلو ساكسونية، ودول القارة الأوروبية على التوالي)، متناسين ديناميكية التحول لنموذج حوكمة مُعَيَّن في بلدٍ ما خلال فترات زمنية مختلفة؛ وهذا ما يحدث في البلدان ذات الاقتصادات النامية والأسواق الناشئة. لذلك نجد ظهور مجموعة من التعاريف أكثر شمولاً وتغطي نواحي كِلا المجموعتين من التعاريف، وبوصفها ذات "نماذج هجينة" للحوكمة.

كما يُلاحظ أعلاه، يعكس التنوع في فهم حوكمة الشركات في البلدان المختلفة، التنوع في الظروف والأحداث البيئية المحيطة التي تعمل في ظلها الشركات. وخاصة بالنسبة للاقتصادات ذات الأسواق الناشئة حيث مازالت هذه الظروف والعوارض في البيئة المحيطة في تطور مستمر. بالنتيجة يبقى تبني المفهوم الملائم لحوكمة الشركات أمراً صعباً.

وقد تبنت العديد من الاقتصادات محفظة من الحلول لهذه المشكلة باعتماد مفاهيم ونماذج هجينة، إضافة إلى أن أخذ البعد الزمني بعين الاعتبار هو أمر هام من أجل الاقتصادات الانتقالية لغرض الفعالية النهائية للنموذج المُتبَنَّى في بلد ما.

إذ تعرف إيرا م. ميلستين حوكمة شركة ما بأنها ذلك الخليط من القوانين والتعليمات وممارسات القطاع الخاص الطوعية التي تمكن الشركة من جذب رأس المال البشري والمادي وأداء أعمالها بشكل كفوء وبالتالي الحفاظ على استمراريتها من خلال توليد قيمة اقتصادية طويلة الأمد لحملة أسهمها، مع احترام مصالح باقي الأطراف والمجتمع ككل"، (جون سوليفان وآخرون، ٢٠٠٣، ص٣٤).

وتعرِّف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD حوكمة الشركات بأنها: مجموعة من الأنظمة التي تدار وتراقَب من خلالها الشركات، ويحدد هيكل حوكمة شركة ما توزّع الحقوق والمسؤوليات على الأطراف ذات العلاقة ويضع القواعد والإجراءات لاتخاذ القرارات في شؤون الشركة. ومن خلال القيام بذلك يقدم أيضاً البنية التي يتم من خلالها وضع أهداف الشركة ووسائل تحقيقها ومراقبة أدائها وتطورها (OECD, 2004, p: 11).

يقترب هذا التعريف من تعريف الاتحاد المحاسبين الدولي للحوكمة الوارد ضمن معايير المراجعة والتأكيد بأنها: "تصف أدوار الأشخاص الذين أوكِل إليهم الإشراف والرقابة وتوجيه الشركة. هؤلاء المُكَلَّفو بالحوكمة ينبغي أن يكونوا موضع مُساءلة عن تحقيق الشركة لأهدافها، وتقريرها المالي،

وتقدم تقاريرها للأطراف المهتمة. تعتبر الإدارة من الأشخاص المسؤولين عن الحوكمة فقط عند تأديتها لمثل هذه الوظائف (IFAC, 2008, p:6).

أما Gabrielle O`Donovan، فإنه ينظر إلى حوكمة الشركات من منظور عريض لثقافة الحوكمة بأنها "نظام داخلي يشمل السياسات، والعمليات، والأشخاص بما يخدم احتياجات حملة الأسهم وباقي أصحاب المصالح، من خلال توجيه والرقابة على أنشطة الإدارة باتجاه الممارسات السليمة للأعمال وبموضوعية وتكامل. وتعتمد الحوكمة الجيدة للشركات على التزام وتشريع الأسواق خارج الشركة، إضافة لضرورة وجود مجلس ذي ثقافة سليمة تحمي السياسات والعمليات داخل الشركة" (Alisar Craven, p: 4).

ويتابع O`Donovan القول بأن "فهم الآخرين لجودة حوكمة شركة ما يمكن أن يؤثر على أسعار أسهمها وعلى تكلفة زيادة رأس المال. وتتحدد الجودة من خلال الأسواق المالية، والتشريعات وقوى السوق الأخرى خارج الشركة، مُضَافاً إليها كيفية تطبيق السياسات والعمليات وكيفية قيادة الجمهور. وغالباً ما تكون القوى الخارجية، وإلى حدٍّ بعيد، خارج نطاق دائرة سيطرة أي مجلس إدارة. في حين تعتبر البيئة الداخلية أمراً مختلفاً تماماً؛ وتعطي الشركات فُرَص لتمييز نفسها عن المنافسين من خلال ثقافة مجلس إدارتها. ولليوم، ركزت الكثير من مناقشات حوكمة الشركات حول سياسة التشريعات، للوقاية من الأنشطة المضللة، وعلى سياسة الشفافية التي تقود المدراء التنفيذيين إلى معالجة الأعراض بدلاً من الأسباب.

فهي نظام من بناء، وتشغيل، ورقابة على الشركة برؤية تعمل لتحقيق الأهداف الاستراتيجية بعيدة المدى بما يرضي حملة الأسهم، والدائنين، والموظفين، والزبائن، والموردين، وفق المتطلبات القانونية والتنظيمية، عدا عن الاحتياجات البيئية والمجتمع المحلي.

ويعرف تقرير لجنة SEBI (الهند) حول حوكمة الشركات بأنها "قبول الإدارة بحقوق حملة الأسهم التي قد تكون غير متفقة مع حقوقهم، كون حملة الأسهم هم المالكون الفعليون للشركة، ولدورهم كوكلاء مؤتمَنين عن المساهمين. إنها تتعلق بالالتزام بالقيم، وبأداء الأعمال بأخلاقية، وبالتمييز

بين أموال الشركة والأموال الشخصية لأفراد إدارة الشركة"[1]. وينظر إليها البعض على أنها مسألة وواجب أخلاقي.

وتركز بعض الأدلة في تعريفها للحوكمة على آلية عمل الحوكمة، كما في تعريف Cadbury (1992) بأنها الآلية المستخدمة لضبط المنظمات.

وللحوكمة تضمينات جوهرية على المستوى الكُلِّي؛ كما بدا واضحاً في اقتصاديات تايلاند، وإندونيسيا، وماليزيا والفلبين. فقد عانت هذه البلدان من صدمات اقتصادية كبيرة خلال الأزمة الاقتصادية الآسيوية نتيجة ضعف آليات حوكمة الشركات فيها. كذلك على المستوى الجزئي، للحوكمة تضمينات هامة، حيث يمكن أن يؤدي ضعفها إلى سقوط الشركات (Kashif Rasheed, 2008, p: 2).

ويعتبر الدور الذي تلعبه أدوات مختلفة في تطبيق حوكمة الشركات هاماً كما وضحه الكثير من الباحثين. تتضمن هذه الأدوات: مجلس الإدارة، واستقلال أعضائه، وحجم المجلس، والمدير التنفيذي الرئيسي CEO، والمدراء، وكفاءة السوق، والنظام السياسي، والحكومات، والسلطات التنفيذية والقضائية. تؤدي الأدوات الداخلية دورها بإضافة قيمة إلى الشركة من خلال أداء مسؤولياتها المؤتمنة عليها، بينما تؤدي الحكومة والسلطات المختلفة دورها الهام من خلال حماية حقوق حملة الأسهم والتأكد من ممارسة الحوكمة الجيدة في الأسواق المتقدمة والانتقالية (Kashif Rasheed, 2008, p: 3).

٣- مفهوم حوكمة الشركات

الإطار النظري لحوكمة الشركات:

يمكن القول أن هنالك أُطُراً نظرية مختلفة قاربت مفهوم الحوكمة بطرق مختلفة قليلاً لتفسيرها وتحليلها. كل منها استخدمت مصطلحات معينة وعَرَضَت المفهوم من عدة زوايا تبعاً للفرع العلمي الذي نشأت منه؛ مثلاً، مصطلح نظرية الوكالة أتى من المجالات المالية والاقتصاديات، بينما نشأت نظرية تكلفة الصفقة من حقل نظرية اقتصاديات المنظمات. كذلك نشأت أُطُر أخرى مثل نظرية الوكالة لتأطير هذا المفهوم من منظور أقرب للاجتماعي حول حوكمة الشركات.

[1] هذا التعريف مأخوذ من مبدأ غاندي حول الأمانة وعن مبادئ الدستور الهندي.

على الرغم من اختلاف معالجة كل إطار نظري مع اختلاف مقاربة كل منها في تحليل نفس المشكلات، إلا أن هنالك نقاط مشتركة فيما بينها. أية أطر أخرى هي متداخلة مع بعضها البعض إلى حدٍّ كبير (منها نظرية الـ Stewardship) وهي هامة لاعتبار التأثيرات الثقافية والقانونية على حوكمة الشركات (Jill Solomon, OpCit, p: 8).

يمكن التطرُّق عند دراسة حوكمة الشركات، عموماً، إلى مواضيع مثل تطور أسواق رأس المال وهياكلها وآلية عملها، والمسؤولية المحدودة لتغطية نواحي مفهوم الحوكمة نظرياً كونها ساهمت أيضاً في تطوير مفهوم نظرية الوكالة.

وفقاً لـ (Monks and Minow 2004, p: 9)، تُعتبَر الشركة 'آلية موضوعة للسماح لأطراف مختلفة بتقديم رأس المال، والخبرة واليد العاملة، لتعظيم المنافع لهم جميعاً. وتعتمد الشركة في ذلك على طيف واسع من أصحاب المصالح أوالمشاركين أو الجمهور أو المؤسسين بما فيهم: حملة أسهمها، وأعضاء مجالس الإدارة، والمدراء، والموظفين، والزبائن، والدائنين، والموردين، ووسطاء السوق، والمراجعين، والمشرعين والحكومة، وباقي المجتمع. يعرف أول ثلاثة منهم بأنهم أصحاب المصالح الرئيسيين أو بالمشاركين (Simon S. M. Ho, 2003, p: 1).

يُفترض أن لدى مجلس الإدارة أكبر سيطرة على الحوكمة، ويعتبره البعض بأنه روح الشركة – وأساس كل قرارات الأعمال وأصل ثقافة الشركة. ويتضمن جوهر الحوكمة الانضباط، والاستقلالية، والعدالة، والشفافية، والمسؤولية، والمساءلة، والوعي الاجتماعي (Simon S. M. Ho, 2003, p: 3).

تُشتق المعرفة بحوكمة الشركات عموماً من نظرية الوكالة التي تم تطويرها في الغرب. وتنشأ مشاكل الحوكمة في الغرب من مشكلة فصل الملكية عن الرقابة أو السيطرة ضمن الشركة عموماً، مايؤدي إلى ظهور تشوش واختلاف في المعلومات لدى الأطراف المختلفة وتكاليف الوكالة. لذلك، ينبغي مراقبة تصرفات التنفيذيين بشكل ملائم، واستخدام خطط التحفيز كأدوات لرصف مصالح المدراء وحملة الأسهم. يتوضع تضارب المصالح بين المجلس والإدارة وحملة الأسهم (الاعتباريين والأفراد) في الولايات المتحدة بشكل رئيسي. على كل حال، تنتشر في أسواق آسيا الشرقية المُلْكية المركَّزة من العائلات المسيطِرة، وتكراراً لحالات عدم التدقيق في تصرفات الداخليين أو في صفقات

الأطراف ذات العلاقة، والتضارب الرئيسي يكون بين المجلس/الإدارة (التي يهيمِن عليها حملة الأسهم المسيطِرين) والأقلية من حملة الأسهم. لذا، تعتبر حماية حقوق مساهمي الأقلية إحدى أهم الأمور في بلدان شرق آسيا (Simon S. M. Ho, 2003, p: 3).

هنالك أربع طبقات لحوكمة الشركات أو للقوى التي تصوغ حوكمة شركة ما: ١) الأخلاق الفردية وثقافة الشركة، ٢) آليات الرقابة الداخلية والحوافز، ٣) آليات الرقابة الخارجية، ٤) القوانين والأنظمة. إن وجود لاعبي السوق المهنيين والأخلاقيين، والشركات ذاتية الانضباط ذات آليات حوكمة فعالة، وإطار قانوني فعال، ومستثمرين حصيفين ونشطين كلها شروط ضرورية لسوق ناجح لرأس المال (Simon S. M. Ho, 2003, p: 3).

ينبغي أن يؤدي كل أصحاب المصالح والمشاركون أدوارهم على أكمل وجه وأن يدعموا بعضهم بعضاً بشكل متكامل كي يكون السوق كفوءاً وفعالاً.

يناقش الباحث هنا الأساس المنطقي الذي ترتكز عليه نظرية حوكمة الشركات متمثلاً بتضارب المصالح وفق نظرية الوكالة بين صاحب العمل – والوكيل أي بين المُلاَّك والمدراء داخل الشركة (النظرية الكلاسيكية لمشكلة الوكالة)، ثم بين المسيطرين والأقلية من المساهمين.

٣-١ تضارب المصالح في حوكمة الشركات

تعتبر العلاقة بين حملة الأسهم ومدراء الشركة مشحونة بمصالح متضاربة ناجمة عن فصل المُلْكِية عن الرقابة والسيطرة، وعن تباين في أهداف الإدارة وحملة الأسهم، وتشوش المعلومات بين المدراء والمساهمين. وبنتيجة هذه المصالح المتضاربة (التي يُشار إليها معاً بمشاكل الوكالة) يتكوَّن لدى المدراء حوافز وقدرات على تعظيم مصلحتهم الخاصة على حساب باقي الأطراف. بالتالي، يصبِح لدى المالِكين سبب للسعي، والمدراء كذلك في بعض الحالات، إلى وضع آليات للرقابة على الأنشطة الإدارية للحدِّ من السلوك الإداري غير المرغوب (Aiyesha Dey 2008, p: 1144).

مِن بين كل العلاجات الشافية أو المُخَفِّفة المُقتَرَحة لتصحيح الخلل في حوكمة الشركات[1]، تبدو إحداها، الأكثر إفادة، تلك التي تُوَضِح التضاربات المؤسساتية في المصالح؛ التي كانت وراء حالات فشل الحوكمة. وعلى عكس التلاعبات المحاسبية السرِّية والصِّيغ الأخرى للسلوكيات الفردية والمؤسساتية السيئة، تُعتَبَر العديد من – إن لم يكن معظم – حالات تضارب المصالح التي كانت وراء ضعف حوكمة الشركات هيكلية وواضحة في أغلب الأحيان (Franklin Strier 2005, p: 80).

بالنتيجة يعتقد البعض أن هياكل حوكمة الشركات نشأت وتطوَّرت للتخفيف من مشكلات الوكالة هذه. ويمكن أن يكون إدراك وإعادة هيكلة التعارضات المؤسساتية في المصالح علاجاً وقائياً مفيداً. فإن كان هنالك تضارب في المصالح وينطوي على سلوك ضار أو غير مرغوب للشركة، وقد لايكون من ممكن إصلاحه دوماً عن طريق الرقابات أو المراقبين الحاليين، عندها سيكون الفحص التالي لحالة استغلال تضارب المصالح لأغراض غير مرغوبة هو المعيار الأخلاقي الموضوع للفرد أو المجموعة بشأن تعارض المصالح (Franklin Strier 2005, p: 80).

تفيد النصائح بالاتجاه نحو ثقافة أخلاق الشركة وتبنِّي أدلة لحوكمة الشركات في كونها تُقَدِّم خطاً أساساً مُضيئاً للسلوك. لكن بسبب الطبيعة البشرية، وما هي عليه –وكما ظهر على مدى السنوات الأخيرة – لم تعد لغة النصائح بديلاً للموانع البنيوية التي تقف أمام فُرَص الاحتيال وغيرها من مصادر الضرر بالدرجة الأولى. وبشكل مُغاير، قد يكون إلغاء تضارب المصالح شيئاً ضرورياً لإصلاحٍ ذي معنى لحوكمة الشركات (Franklin Strier 2005, p: 80).

وإن استطاع المرء فهم تضاربات المصالح وأسبابها، عندها يتولَّد لديه مقياس أوضح لتقويم إصلاحات الحوكمة الحالية والمستقبلية. فهنالك تنوُّع بحجم وأشكال تضارب المصالح تقاطعياً بين الشركات، تبعاً لمدى سهولة قدرة المدراء على ممارسة تفضيلاتهم الخاصة بعكس تعظيم القيمة، ولتعقُّد بيئة عمل الشركات، ومدى وجود وجاذبية الفُرَص. تتباين هياكل حوكمة الشركات المترافقة أو التي ينبغي وضعها لمعالجة مشاكل الوكالة، بناءاً على تباين هذه المشاكل بين الشركات. لذلك من غير المُتَوَقَّع أن يكون الترافق والعلاقة بين آليات الحوكمة المختلفة وأداء الشركة واحداً في كل الشركات (Aiyesha Dey 2008, p: 1144).

---

[1] مثل العقود. (Aiyesha Dey 2008, p: 1144).

على كُلٍّ، فيمايلي فحص لتضاربات مُعيَّنة في المصالح تُوَلِّد ضعفاً هيكلياً وخللاً لاحقاً في حوكمة الشركات.

أ-الولاء المنقسم:

تتشارك مُعظم الشركات التي انهارت، مثل Enron, WorldCom, Global Crossing, Tyco, Qwest, Adelphia بأن فساد إدراتها العليا كان سبباً في وقوع خسائر ضخمة لحملة الأسهم والموظفين وباقي أصحاب المصالح. وتتوزع تصرفات مدرائها من المبالغة بالدخل الصافي لشركاتهم إلى التكسُّب غير المشروع من وظائفهم ومن أصول تلك الشركات. في كل حالة، كانت المُشكلة الهيكلية هي فشل آلية الإشراف الداخلية الأساسية في اكتشاف وتصحيح التصرفات الخاطئة. تلك الآلية هي مجلس الإدارة، الذي ينبغي أن يكون له الدور الرئيسي، على الأقل نظرياً، في مراقبة الإدارة العليا للتأكد من اتباع القانون وأن العمل في الشركة يسير لصالح حملة الأسهم (Franklin Strier 2005, p: 82).

ويُعتبَر فهم العلاقة بين الإدارة العليا ومجلس الإدراة أمراً جوهرياً لتقدير الفشل في حوكمة الشركات. وغالباً ما تتصف بعض مجالس الإدارة بأنها تابعة لرغبات مدرائها التنفيذيين الرئيسيين CEOs، ومع ضعفها وغفلتها وعدم كفاءتها في فهم الأمور المالية المعقدة، غالباً ماتتخذ مواقف منسوخة عن الإدارة العليا. والأهم، تدين المجالس مراراً وتكراراً بالفضل لنفس الإدارة التي ينبغي أن تراقبها (Franklin Strier 2005, p: 82).

تلك التبعية ليست بالمصادفة؛ إذ يتم اختيار أعضاء مجلس الإدارة الممثِّلين لحملة الأسهم في الواقع غالباً على أسس ونوايا قد تنطوي على سوء وفساد، أو قد يكون لدى بعضهم ممارسات غير ملائمة فيها مُجاراة للإدارة ليتم ترشيحهم أو انتخابهم للعضوية؛ لذلك يكونون خاضعين لسيطرة الإدارة التي يُفترَض أن يُراقبوها. ومن غير المُرَجَّح أن يقوم المجلس الذي يتضمن أعضاء من الإدارة العليا بوظيفته الإشرافية باستقلالية ونزاهة. يوَلِّد ولاء أعضاء المجلس للإدارة التي ساهمت في تعيينهم أو التي ترعاهم تضارباً في المصالح هو عقدة الأزمة ودافع للإصلاح بنفس الوقت. بالرغم من ذلك، قد لايكون من العدل إلقاء اللوم على الأشخاص بشكل أساسي. قال (Peter Drucker 1981, p:10) منذ عدة سنوات خلت: 'كلما كان هنالك فشل مؤسساتي على نفس

الثبات، كحال مجالس الإدارة التي كانت وراء، أو بالقرب من، معظم حالات الخلل المؤسساتي على مدى الأربعين أو الخمسين سنة الماضية، فلا جدوى من لوم الأفراد. فالمؤسسات هي التي تعمل بطريقة قاصرة'.

تُعتبر ازدواجية منصبَي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيسي دليلاً بيِّناً على سيطرة الإدارة على مجالس الإدارة. حيث في كثير من فضائح الشركات، تم نقل الصلاحيات لصالح الإدارة العليا بعيداً عن مجلسها. ويُوَلِّد دمج هذين المنصبين في شخص واحد تضارباً لا يمكن تجنبه في المصالح. كما أن هذين المنصبين يتطلبان مهارات مختلفة وولاءً مختلفاً، وحساسية ووسطية مختلفة؛ لايمكن أن يؤديها نفس الشخص (Franklin Strier 2005, p: 82).

وفي الشركات العائلية، التي تُميز كثيراً من بلدان الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة وفي طور النشوء، يمكن أن يكون تضارب المصالح قاسياً وضاراً. ويمكن أن ينشأ تضارب المصالح داخل العائلة عندما يعتقد أعضاء من العائلة بأن أحدهم يتصرف لمصلحته الشخصية بدلاً من العمل لمنفعة أعمال العائلة والعائلة ككل. وقد يؤدي حدوث مثل هذا الإدراك لدى أحد أو بعض أعضاء العائلة، إلى تضارب في المصالح، بالرغم من توفر حسن نية لدى العضو أو باقي الأعضاء (Chatrudee Jongsureyapart 2006, p: 69).

ب- تضارب المصالح في خطط تعويضات الإدارة:

كانت التعويضات الكبيرة لكبار المدراء التنفيذيين من أكثر المعالم التي تم انتقادها في حوكمة الشركات إثر الأزمة المالية العالمية الأخيرة. وتتضمن مُعظم حِزَم التعويضات للتنفيذيين انتقادات ليس فقط تجاه الرواتب العالية. فهنالك خيارات شراء أسهم الشركة بسعر السوق أو بأقل من سعر السوق، وطيف من القروض بفوائد منخفضة أو بدون فوائد، وعلاوات للتعاقد وحِزَم وتعويضات عند الانفكاك مما هو شائع تطبيقه. وخيارات الأسهم هي أكثر أهمية. مثلاً، خلال تسعينات القرن العشرين، تم إغراء كبار التنفيذيين الموهوبين لدى العديد من الشركات، أبرزها شركات 'وادي السيليكون'، من خلال عرض كميات كبيرة من الخيارات بأسعار مُخَفَّضة. تشير إحدى الدراسات إلى أن قيمة الوسيط لحِزَم المبالغ المدفوعة للـ CEO ارتفعت من حوالي /١/ مليون دولار أمريكي في ١٩٨٠ إلى أكثر من /٧/ مليون $ في ٢٠٠١، وبينما ارتفع متوسط الزيادة في أجور العمالة

حوالي ١٥% خلال تلك الفترة، ارتفعت المدفوعات لـ CEO حوالي ٦٠٠%. حوالي ثلثيها تُعزَى إلى خيارات الأسهم (Franklin Strier 2005, p: 83).

كان المقصود من تعويضات خيارات الأسهم رصف المصالح بعيدة الأمد للإدارة مع تلك لحملة الأسهم. بهذا الشأن، خففت من مشكلة ابتعاد مصالح الإدارة عن مصالح حملة الأسهم. لكن هذه الخيارات كانت تُمنَح عادة بقيود على التداول بالحد الأدنى، مع نافذة ممارسة تُفتح بعد يوم أو يومين بعد إعلان الشركة عن أرباحها الربعية. الأمر الذي حفَّز التنفيذيين للعمل على تعظيم الأرباح المعلنة للشركات، لأن أرباحاً أعلى ستنعكس في القيمة السوقية لأسهم الشركة (Franklin Strier 2005, p: 83, Paul Oyer and Scott Schaefer 2005, p: 6).

تُعتبَر الأسهم هي التعويضات الأمثل بالنسبة للشركة المانحة. فهي قابلة للاقتطاع لأغراض ضريبية، وهي الصيغة الجوهرية الوحيدة للتعويضات التي لا ينبغي إدراجها ضمن نفقات الشركة (تنفيقها). مكَّنت هذه الصيغة من جعل كبار تنفيذيي الشركات –المستفيدين الرئيسيين من هذه التعويضات – من أصحاب الملايين بسرعة كبيرة دون أية نفقات مقابلة مُدرجة في قائمة الدخل (Franklin Strier 2005, p: 83).

المشكلة في هذا المخطَّط بأنه يُوَلِّد تعارضاً آخر في المصالح بالنسبة للإدارة العليا، خاصة الـ CEOs. فالتركيز الشديد على تعويضات خيارات الأسهم سريعة الانتقال يُغري الـ CEOs لتضخيم الأرباح المصرح عنها حالياً بأي شكلٍ كان؛ بعضها في مصلحة الشركة، وبعضها الأخر ليس كذلك. من ضمن هذه الفئة الأخيرة، هنالك تكتيكات مثل تخفيض النفقات على سلامة المنتج وأمانِهِ أو على البحث والتطوير، التي على الرغم من قانونية هذا التصرف، تكون غالباً على حساب سلامة الشركة طويلة الأمد. وسيَعمَد الـ CEOs الذين لاتتوفر لهم، أو لايمكنهم تطبيق هذه التكتيكات، أو عدم كفايتها لتلبية رغباتهم وتصميمهم على تضخيم الأرباح المعلن عنها، سيلجؤون إلى الاحتيال المحاسبي أو غيرها من الوسائل غير المرغوبة (Franklin Strier 2005, p: 83).

لجأت بعض مجالس الإدارات لجذب والمحافظة على كبار التنفيذيين إلى ممارسة خَيارات إعادة التسعير عند انخفاض سعر أسهم الشركة. مايسمح لحامل الخَيار ممارسة خَياراته بربح على الرغم من انخفاض قيمة السهم. مثلاً، إذا أُعطِيَ التنفيذي (A) بداية خياراً بشراء /١٠٠٠٠/ سهم من

أسهم الشركة بسعر السوق الحالية عندها بـ ٤٠$، ثم انخفض سعر السهم إلى ٣٠$، فإن إعادة تسعير سعر الممارسة بـ ٢٠$ سيشجِّع (A) بوضوح على البقاء. ومع ذلك، يُفسد مثل هذا التكتيك فرضية قدرة تعويضات خيارات الأسهم على رصف مصالح المدراء وحملة الأسهم من خلال ربط تعويضات التنفيذيين بأداء سعر السهم. وعلى اعتبار أن إعادة التسعير غير مُتاحة لباقي حملة الأسهم، فهي تتناقض مع مصالحهم وتولِّد تضارباً آخر أمام مجالس الإدارة التي تأخذ إعادة التسعير بعين الاعتبار للمحافظة على كبار التنفيذيين. ويتم اللجوء إلى هذه الممارسة كلما ضاقت سوق العمالة (كمؤثر خارجي على الحوكمة Externalities) (Franklin Strier 2005, p: 83).

ومع عدم تنفيق الخيارات، يبقى السوق وحملة الأسهم في الجانب المُظلم حيث لايتَّضح أمامهم دخل الشركة الصافي. على سبيل المثال، في ٢٠٠١، إذا ما تم تنفيق تعويضات الخيارات؛ فإن ذلك سيخفض أرباح S&P 500 بـ ٢١%، وأرباح Dell بـ ٥٩%، وإنتل بـ ٧٩%، وCisco بـ ١٧١%. ونتيجة هذا الأثر السلبي على صافي الدخل، سيتم الاستغناء عن خيارات الأسهم وتصبح أقل انتشاراً إذا ما تم تضمينها في النفقات (Franklin Strier 2005, p: 83).

إحدى التَّبِعات غير المقصودة لزيادة نسبة تعويضات الإدارة العليا المرتبطة بالأسهم، ربما كانت إعادة صيغة وصقل نموذج مسؤولية الشركات التقليدي. فقبْل موجة الاستحواذات الكبيرة وإعادة هيكلة الشركات في 1980s، كان هنالك نظرة تقليدية بأن إدارة الشركة تُمثل، وينبغي أن تكون حساسة لـ، مصالح كل أصحاب المصالح: كالموظفين، والزبائن، والمجتمعات، والحكومة – وليس فقط حملة الأسهم. في عام ١٩٨٠، كانت ٢٠% من تعويضات الـ CEOs في الولايات المتحدة ترتبط بأداء سعر السهم في السوق. على النقيض، أكثر من نصف هذه التعويضات هي من الخيارات بحلول عام ٢٠٠٥ (Franklin Strier 2005, p: 83).

لاحظ (Holmstrom and Kaplan 2001, p: 76) أنه بحلول عام ١٩٩٧ غيرت هيئة الحوار المؤلَّفة من ٢٠٠ مدير تنفيذي رئيسي لأكبر الشركات الأمريكية موقِفَها تجاه هدف الأعمال بالقول 'أن جُلّ واجب الإدارة ومجلسها هو تجاه حملة الأسهم وليس تجاه باقي أصحاب المصالح'. الأثر الرئيسي لهذه النقلة كان رصف مصالح الإدارة العليا مع مصالح حملة الأسهم بشكل أكبر. يمكن الاستنباط من هذا الانتقال في رصف المصالح، بأن هنالك، على الأقل، عدد من المدراء الذين

شعروا بالتحرر وإمكانية تجاهل القيود الأخلاقية والذهنية التقليدية تجاه باقي أصحاب المصالح، طالما أن الأرباح المُصَرَّح عنها وقيم السهم هي المعيار الذي سيتم تقويم أدائِهم على أساسه.

بينما تلقت ملاءمة وعدالة مِنَح خيارات الأسهم الحصة الأكبر من انتباه الجمهور، هنالك مشاكل إضافية لتعارض المصالح متأصلة في ممارسات تعويضات التنفيذيين الحالية. فمثلاً، بأخذ كيفية إعداد التعويضات التنفيذية بعين الاعتبار؛ يعمل المجلس عادة – بتوصية من لجنة التعويضات أو بدونها – لتشكيل حزمة التعويضات للـ CEO وباقي كبار المدراء بدون موافقة حملة الأسهم. لكن تحتاج مجالس الشركات إلى الاستعانة بخبراء ومستشارين. بشكل خاص، اندفعت لجان التعويضات التابعة لمجالس الإدارة للاعتماد على مستشارين خارجيين للتوصية بتعويضات ملائمة تنفيذية للـ CEO وباقي كبار المدراء بشكل متزايد. على كل حال، تبرز مشكلة واضحة لتعارض المصالح عندما يقبل هؤلاء المستشارون مهام وعقود أو تلقي مبالغ من نفس الـ CEO الذي سيقومون بالتوصية حول تعويضاته لمجلس الإدارة (Franklin Strier 2005, p: 84).

ويمكن أن يكون لتركيبة مجلس الإدارة أثر على سيطرته وعلى مدفوعات الـ CEO. حيث خلُصَ مسح لأدبيات حول العضوية المتشابكة المتعددة إلى أن الـ CEOs يحصلون على عوائد في المجالس التي لديها مثل هذه العضوية المتعددة أعلى من أقرانهم في باقي المجالس، وأن تعدد العضوية يعطي الـ CEO درجة من السيطرة على المجلس مُضِرَّة بأداء الشركة.

كذلك، العدالة في التعويضات هي سبب رئيسي لحدوث تعارض في المصالح في أعمال الشركات العائلية. ويمكن ربط تعويضات الأعضاء التنفيذيين، والـCEO والإدارة العليا إلى أداء الشركة. فيحاجج بعض أفراد العائلة العاملين في إدارة أعمالها بأحقيتهم بتعويضات إضافية عادلة عن جهودهم، على الرغم من وجود توجهات بعدم حدوث أية مبالغة بالإنفاق (Chatrudee Jongsureyapart 2006, p: 69).

٣-١-١ مشكلة الوكيل – صاحب العمل:

يناقش الجدل حول الحوكمة مشكلة فصل الملكية والسيطرة، والتي عرّفها Adolph Berele and Gardiner Means (1932) بشكل غني في الشركات الكبيرة التي لايتحمل المدراء الحصة

الأكبر من الآثار والعواقب المالية لقراراتهم. وليست مشكلة كيفية التحكم بمدراء الشركات بحديثةٍ. فقد اقترح العديد من الباحثين أن الإدارة العليا قد تقرر بأن تجريد المالكين وحملة الأسهم من ملكيتهم أو ثروتهم هو أفضل اختيار، وبشكل يتفوق على الاعتماد على المنافسة في سوق العمل بالنسبة للمدراء. يُبرِز هذا مسألة فرض عقوبات وضبط لتصرفات المدراء. وقد يبدو الأمر مثاليَّاً إذا ما تمكن الطرفان من توظيف عقد يُنَظِّم ما يمكن أن يقوم به المدراء برأس مال الشركة، وكيفية توزيع أية فوائض، وماذا يحدث في حال خرق أي اتفاق بينهما. وحيث أنه لايمكن التعاقد على أية عوارض ممكنة، بكل الأحوال، فالتعاقد الكامل يبدو غير مُجدٍ (Oliver Marnet, 2005, p: 615).

قد يكون الحل التالي الأفضل لتخفيض مشاكل الوكالة، هو المراقبة الكاملة. لكن، مرة أخرى، لايبدو هذا الحل عمليّاً بسبب ارتفاع تكاليف المراقبة بشكل سريع، وقد تقود الرقابة الزائدة إلى ردود غير مرغوبة داخل الشركة (مثل: التهرب والمراوغة، والإضرار بالتحفيز). هدفت الحلول التطبيقية لتقليل مشكلة الوكالة للوصول إلى تصميم فعال لعقود تحفيزية ونظم المراقبة، مُدرِكة، ولأسباب عملية، بضرورة الحفاظ على درجة من الحرية للمدراء ضمن هذه الحدود. تتضمن العناصر الهامة للعقود ونظم المراقبة تشكيل مجلس إدارة وعدة لجان متفرعة عنه، واستخدام المراجعة الخارجية، والإفصاح للعموم حول التقارير المالية المراجعة، والالتزام بقواعد ومبادئ متماسكة موضوعة للمحاسبة، والاشراف على مجالات معينة من أنشطة الشركة من قبل الجهات الحكومية وغير الحكومية، وبنود المسؤولية القانونية (Oliver Marnet, OpCit, p: 615).

يقترح أحد التقويمات لطُرُق تصميم عقود الحوافز، بأن المشكلة، في جزء منها، ناجمة عن التحفيز وليس عن تقليل مشكلة الوكالة. فعلى سبيل المثال، يرتكز جُلُّ مقولة دور خيارات الأسهم في ضبط أداء المدراء على أساس فرضية السوق الكفوءة (EMH). على كل حال، وبالنظر إلى الأمثلة الكثيرة لحالات مكافأة الأداء الضعيف للإدارة بدلاً من معاقبته، لماذا ينبغي أن يكون حل مشكلة الإدارة السيئة دائماً بمزيدٍ من التعويضات؟ يفسر مشهد قدرة وسيطرة الإدارة، بعض ممارسات التعويض الحالية كدليل على وجود مشكلة الوكالة وليس على تخفيفها (Oliver Marnet, OpCit, p: 615).

٣-٢ السلوك والأساس المنطقي في حوكمة الشركات

يُحدد الجدل حول الحوكمة المشكلة الرئيسية لفصل الملكية عن السيطرة في الشركات الكبيرة ويتركز على رصف مصالح الوكيل مع المُلّاك. وتتضمن العوامل الرئيسية لمراقبة أداء الإدارة العليا: تركيبة واستقلال مجلس الإدارة ووجود الأعضاء الخارجيين فيه، وقضايا الشفافية، والتقرير المالي للجمهور، ومعايير المحاسبة، وهيكل الملكية. تبحث الدراسات التطبيقية حول حوكمة الشركات في جزءٍ هامٍ منها (مثل: (Klein 2000; Peasnell et al. 2002 نموذجياً بتكميم العلاقات بين مقاييس أداء الشركات ومُخفِّضَات مُحَدَّدة لمشاكل الوكالة، بما في ذلك عدد واستقلال أعضاء مجلس الإدارة أو لجانه واستقلال المراجعين الخارجيين. وحدد هذا الكم الكبير من الدراسات معالم هامة لمشكلة تقليل التضارب بين الوكيل والمُلّاك (Oliver Marnet, p: 613).

على كل حال، ماعدا الاهتمام الحاصل مؤخراً، لقيت قضايا التحيز في الإدراك والوعي البشري، واتخاذ القرار في ظل عدم التأكد، وتقدير الخطر، وأثر العاطفة والتأثُّر على السلوك الفردي اهتماماً أقل في هذه الأدبيات. واعتُبِر المراقبون مِراراً على أنهم عقلانيون في تصرفاتهم (;Fama 1980 Shleifer and Vishny 1997; Prentice 2000)[١]. على كل حال، تشير نتائج الفلسفة الإدراكية والدراسات السلوكية إلى أن اتخاذ الأحكام والقرارات والسلوك لاترتكز على السببية المنطقية بشكل حصري لكنها خاضعة للتحيزات الإدراكية والخبرات السابقة (Tversky and Kahneman 1974; Kahneman and Tversky 1979; Fischhoff 2002)، والتأثُّر (Slovic et al. 2002)، والعوامل غير العقلانية (.Schelling 1984; Loewenstein et al 2001) ، والضغوط للالتزام بالمجموعة أو السلطات (Asch 1956; Janis 1982). يضيف الابتعاد عن تعظيم المنفعة مع مرور الوقت بعد زمني لهذه الأدبيات (;Strotz 1955; Thaler 1981). تميل هذه التأثيرات إلى توجيه اتخاذ الأحكام الشخصية، والتقديرات، والسلوك بعيداً عن الحصيلة المقدَّرة لنظرية المنفعة المتوقعة وتقود إلى خروقات منتظمة للافتراضات المعيارية التي تشكل قلب نموذج الاقتصادي العاقل (Oliver Marnet, p: 613).

[١] يُعَظِّم متخذو القرار المنفعة في ضوء نظرية المنفعة المتوقعة إذا ما اتبعوا مجموعة من الأمور البديهية المقرّرة أو المُفتَرَضَة بشكل ملائم. ونظرية المنفعة المتوقعة الشخصية (SEU) هي عنصر رئيسي للنظرية التقليدية الجديدة للسلوك الاقتصادي العقلاني. أحد أهم الافتراضات الأساسية لهذه النظرية هي بأن الخيارات تتخذ في ضوء مجموعة ثابتة معطاة من البدائل ذات توزيعات احتمالية معروفة (موضوعية) لحصيلة كل بديل. لذا يفترض أن لدى الأشخاص تفضيلات ثابتة معروفة بشكل جيد وأنهم يعظِّمون هذه التفضيلات بشكل عقلاني.

على سبيل المثال، يُتوقع أن يهتم أعضاء مجالس الإدارة والمراجعين الخارجيين بسمعتهم ومكانتهم في سوق العمل، بالتالي من المُتَوَقَّع أن يضبط ذلك أداءهم نظرياً. مهما يكن، هنالك حدود للسمعة كمحدد للسلوك. فالمراجعون وأعضاء مجالس الإدارة، كغيرهم، عرضة للتفضيل البشري الشائع للإشباع الفوري للحاجات، غالباً بنظرة غير كافية للعواقب المستقبلية السالبة. فالرغبة بالإشباع من مكافأة، أو بإعادة الانتخاب لعضوية مجلس الإدارة، أو تجديد عقد المراجع، أو الأمل بالتوظيف في شركة العميل هي كلها مؤكدة وحاضرة في الوقت الحالي أو المستقبل القريب. بالمقابل، يعتبر الضرر المتوقع من التصرفات محل المساءلة، بما فيها الإساءة إلى السمعة، والجزاءات القانونية أو المالية، وفقدان الوظيفة أو المهنة هي مجرد عواقب محتملة وغالباً في المستقبل البعيد. وقد يخصم مقدار الحصيلة السلبية لاحقاً وتُخفَّض في صرامة واحتمالية مُدرَكة بتعديلات أو تسويات أو تفاؤلات مُبالَغ فيها تخدم المصلحة الذاتية[1] (Oliver Marnet, p: 614).

وبالنظر إلى حوكمة الشركات من وجهة نظر الوكالة، يمكن التساؤل حول عرضة بعض الوسائل المعيارية المتعارف عليها في مراقبة تصرفات كبار متّخذي القرار في الشركات الكبيرة للفشل. ويمكن مناقشة بعض الفرضيات حول نموذج تعظيم المنفعة المعروف في الكلاسيكية الحديثة مثلاً عند التركيز قليلاً على قضايا سلوك الوكيل. إن موضوع حوكمة الشركات يمس في الجوهر الافتراضات الاقتصادية المتعلقة بسلوك الوكلاء الفرديين، والنزعة إلى التوازن في الأسواق المالية[2]، ودور صيغة الشركات، وموضوع التشريع ووضع الأنظمة.

فلدى الاقتصاديات المؤسساتية تقليد طويل بالانتقادات الأساسية لبعض الافتراضات الجوهرية في الاقتصاديات السائدة، خاصة فيما يتعلق بالافتراضات الحاسمة حول العقلانية وتعظيم المنفعة. إن عدم الراحة أو الإطمئنان لهذه المدرسة مع افتراض الكلاسيكية الحديثة بسلوك نفعي مثالي للوكلاء يسبق مناقشة الإدراك الإنساني واتخاذ القرار في ظل عدم التأكد. وأرست اقتصاديات علم السلوك تحديها تجاه الافتراضات السائدة حول سلوك الوكيل في أعراف المدرسة الكلاسيكية المعيارية

---

[1] وكعامل إضافي في تقييم الشخص لتكاليف ومنافع معيَّنة هو أن الضرر المُدرَك من عدم الحيازة (إضافة للضرر للشخص ذي العلاقة) يقع على الأشخاص في البيئة القريبة للشخص، مثل الزملاء، الأقران، والعملاء. وغالبا ما يُنظَر إلى الضرر المحتمل للآخرين من الحيازة بأن يقع على الغرباء الذين ليسوا في البيئة القريبة للشخص.

[2] انظر Juan J. Cruces and Enrique Kawamura 2005, opcit., p:1-60؛ وكذلك David Kelsey and Frank Milne, "*Market Distortions and Corporate Governance*", Queen's University, Low and Economics Workshop, Working Paper No. 2005-02, February 2005, http://ssrn.com/abstract=704821, p: 1-41. لمزيد من المعلومات عن حوكمة الشركات والتوازن في السوق المالي.

الجديدة على سلوك الناس الملحوظ. وتدعم تضمينات هذه النتائج بالنسبة لنظرية الأسواق المالية وحوكمة الشركات وجهات نظر متقدمة حول التفكير المؤسساتي. وقد يردم تحليل للسلوك البشري، الفجوة بين سياق البحوث الاقتصادية الحالية والأعراف المؤسساتية ولو بشكل جزئي.

والسؤال الأساسي هنا، هو ما إذا كانت الافتراضات حول استقلال وعدم تحيُّز المراقبين، هي افتراضات معقولة لحوكمة الشركات. تم ادخال محاججات بأنه ينبغي توقع الابتعاد عن حصيلة الصفقات الأحادية لمرة واحدة arm`s length بأنها هي القاعدة وليست الاستثناء (Oliver Marnet, p: 614).

٣-٢-١ نموذج الوكيل- صاحب العمل والأساس المنطقي:

سادت النظرة بأن الأشخاص عقلانيون في تصرفاتهم وصاغت التحليل الاقتصادي للاختيار لأكثر من خمسين سنة مَضَت.[١] يفترض نموذج الانسان العاقل في تصرفاته بأن الفرد يعمل على تعظيم المنفعة المتعلقة بمصلحته الشخصية، ولديه تفضيلات وذوق ثابت ومُتَّسِق، وقدرة على إجراء اختيارات عقلانية وفقاً لقواعد قرار معيارية أو نمطية (بديهيات). تتضمن هذه الأخيرة التعريف المُحْكَم للمشكلة ومعرفة بكل البدائل، وتحديد لكل المقاييس ذات الصلة وتثقيلها بشكل دقيق، وتقويم دقيق لكل البدائل، وأخيراً، الحساب والاختيار الدقيق للبديل ذي القيمة المتوقعة الأعلى (Oliver Marnet, p: 617).

يشكل افتراض العقلانية أساس كثير من وجهات النظر القائلة بأن المراقبين أو "حُرَّاس البوابة[٢]" المستقلين والحياديين ينبغي أن يحفزهم الحفاظ على سمعتهم وتجنب المُساءَلة القانونية لتحمل ضغوط مختلفة بشأن الالتزام بوجهات نظر ذاتية وتفسيرات الإدارة. كما تم تبني وجهة النظر هذه حول عقلانية الأشخاص من قبل التفسيرات القانونية للسلوك المتعلق بقضايا حوكمة الشركات في المحاكم الأمريكية، على الأقل قبل حادثة إنرون. ففي قضية DiLeo v. Ernest & Young 1990، ردَّ Easterbrook دعوى التحريض والمساعدة ضد مراجع المُدَّعى عليه، في جزء منها، بسبب نقص الدليل الكافي حول الحافز والفرصة. وبعد ملاحظة أن على جانب الإدعاء في قضايا

---

[١] لم تكن النظرة تجاه فرضية تصرف الأشخاص بعقلانية مقبولة لدى الجميع. وهنالك معارضة في الاقتصاديات المؤسساتية للافتراضات المتشددة حول العقلانية وتعظيم المنفعة في اقتصاديات النظرية الكلاسيكية الجديدة، وخلاف أساسي بين العُرْف المؤسساتي وفرضيات الإنسان العاقل.

[٢] يعرف John Coffee "حراس الأبواب" بوسطاء سمعة يقدمون خدمات مصادقة وشهادة للمستثمرين.

احتيال الأوراق المالية تقديم سبب "للوصول إلى خلاصة بأن المُدَّعَى عليه مُتَوَرِّط مثل المنتهك الأساسي". ووجد القاضي بأن "أهم أصل لدى المحاسب هو سمعته بالنزاهة، ثم سمعته بعمله المتقن. فأجور لمدة سنتين لمراجعة لايمكنها اكتشاف وجود خسائر، فإن المراجع الذي قام بها سيواجه اعتقاد تورطه بإخفاء احتيال العميل. وشركاء المراجعة في مثل هذه الحالة لم يغنَموا شيئاً من أي احتيال، وكانوا عرضة لتحمُّل نسبة كبيرة من الخسارة. لذلك يبدو من غير المعقول وجود سبب لتورط أيٍّ منهم مع العميل (Oliver Marnet, p: 617).

وخلُصَ بعض القضاة بطريقة سببية إلى أنه "لايمكن تخيُّل بأن المراجعين قد يتورطون في أعمال لزيادة ثروتهم من خلال سلب مال المستثمرين بالاحتيال". فليس لديهم شيء ليكسبوه مقابل خسارة كل شيء". يستدعي هذا النوع من التحليل وجود طرف يعمل منطقيّاً على حساب تعظيم القيمة، والذي لن يخضع – بأفضل ما يمكن إدراكه – لإغراء مبالغ معينة للقيام بسلوك غير عقلاني (Oliver Marnet, p: 617).

فعلاً، تعتمد العديد من الأدوات المتعارف عليها لتحسين حوكمة الشركات على مقولة بأن الأشخاص هم وكلاء عقلانيون إلى حدٍّ كبير وبآفَاقٍ بعيدة الأمد. على كل حال، يبدو سلوك المراقبين/حراس البوابات في تناقض غريب مع تلك الافتراضات حول المصالح الذاتية والعقلانية. على سبيل المثال، يتوقع المنطق بأن حارس البوابة لن يضحِّي برأس مال سمعته مقابل عائد مالي صغير. على الرغم من ذلك، رُصِدَت عِدَّة حالات خاطر فيها حراس البوابات بسمعتهم مقابل عوائد مالية رغم أنها أقل بكثير من خسائرهم المتوقعه (Oliver Marnet, p: 617).

لذلك اقترح John C. Coffee بأن إحدى نقاط النقاش التي يمكن البدء بها حول مسائل فشل الحوكمة لاينبغي أن تكون بالسؤال "لماذا تتورط بعض الإدارات بالاحتيال؟ بل لماذا سمح لهم المراقبون و/أو حراس البوابات بذلك"؟ أحد الأجوبة الممكنة: هو أنهم فعلوا ذلك لأنه مربح لهم، أو على الأقل بدا الأمر كذلك. والتغييرات الأخيرة في عمل وظائف نظام حوكمة الشركات في الولايات المتحدة قد يكون ناجماً عن تغييرات محددة في النظام التشريعي بشكل جزئي (Oliver Marnet, p: 618).

وأكَّد Coffee على دور المراجع كحارس للبوابات واقترح بأن استقلال مراجع الحسابات في الولايات المتحدة بات مشوباً نتيجة عدة ظروف أهمها: (١) انخفاض الخطر القانوني حول الاحتيال أو الإهمال في المراجعات خلال تسعينات القرن الماضي (وقاية أقل، وإذعان متزايد)؛ (٢) الازدياد الكبير في الخدمات غير المُراجعة (الاستشارية) (ما يعرض المراجع لعقوبات قد لايمكن التنبوء بها، مولِّدة إمكانية عرض خدمات المراجعة كمصدر للخسائر، وواضعة مزيد من الضغط على المراجعة لتصبح مركزاً رابحاً)؛ (٣) زيادة التركيز على صناعة المراجعة (بما في ذلك "السباق نحو الهاوية" حيث لا تجد أية شركة مراجعة منفعة تنافسية من زيادة نزاهتها)؛ (٤) فقاعة الأوراق المالية في أواخر التسعينات (بما يقود إلى سوق وافر وغزير الحيوية قد يُنظَر إلى المراجعة فيه كإزعاج للإدارة وقليلة القيمة بالنسبة للمستثمر النشِط)؛ (٥) وجود مشاكل صاحب العمل / الوكيل داخل شركات المراجعة بسبب استخدم أجور ومكافأت كحوافز للشركاء الأفراد لمراوغة المراقبة الداخلية والتملُّص منها؛ (٦) المبالغة في الاعتماد على شهادة بسيطة حول الالتزام بقواعد الـ GAAP بدلاً من شرط تقديم رأي حول صحة وعدالة عرض مركز الشركة المالي (Oliver Marnet, p: 618).

وفيمايلي مناقشة مُبَسَّطة للأسباب وراء قيام الأشخاص باتخاذ قرارات أقل من المرغوب، ولكون النية بالاحتيال هي عامل واحد للتورط، رغم أنه ليس بالعامل الضروري. يُدرِك المراجع بأنه لايمكن النظر إلى المناقشة التالية كنماذج للعقلانية يتم الرجوع إليها بحيث تتألف من نوعين فقط: نموذج تعظيم المنفعة الكلاسيكي الجديد المعروف من جهة، وما عداه، بما في ذلك العقلانية المُقيَّدة، والتَّحيُّز ومحاولة الاكتشاف، وخطأ الاستنباط والتأطير، والبعد المؤسساتي وغيرها، من الجهة الأخرى. فلهذه النماذج البديلة مجموعات مختلفة من الافتراضات. وقد يبدو من الهام تبيان سعة النتائج التي تم الوصول إليها مؤخراً من بحوث علم الإدراك والسلوك التي تقوِّض أهمية التطبيق المتشدد لافتراضات نموذج تعظيم المنفعة القاسية، مع الإشارة إلى أثر ذلك على حوكمة الشركات. مثلاً من المتعارف عليه بأن تطوير مستقل للعقلانية المقيدة قد يؤدي إلى خُلاصات متناقضة من تطوير، لِنَقُل، إدراكٍ مُعَيَّن أو الاتجاه باتجاه التحيُّز (Oliver Marnet, p: 628).

تحتج الانتقادات المُبَكِّرة لنموذج العقلانية، بأنه لايقدم وصفاً دقيقاً لعملية اتخاذ القرار الفعلية من قبل الأشخاص، على اعتبار تجاهل عمليات التفكير الفعلية، وقيود الإدراك، والعوامل العاطفية/وفي

ضمير الأشخاص، وتحيُّزات الإدراك والحكم بشكل كبير، أو استبعادها من الافتراضات. يقدم Herbert A. Simon عام ١٩٥٥ بديلاً لنموذج العقلانية المتشدد، مع أخذ العقلانية المقيَّدة بعين الاعتبار، بالإشارة إلى فهم حدود العقل البشري بأن الوكلاء هم "عقلانيون بشكل مقصود، بل مُضطَرُّون للتصرف بشكل عقلاني". الاقتراح الداعم هو إمكانية تحسين فهم اتخاذ القرار من خلال فهم عمليات اتخاذ القرار وإمكانية تكامل النظريات الوصفية للاختيار وتعظيم المنفعة العقلاني لتقديم صورة أشمل للاختيار في ظل عدم التأكد (Oliver Marnet, p: 618).

كان لدى المدرسة المؤسساتية، ومنذ بدايتها في القرن التاسع عشر، توكيد للنظر إلى البشر ككائنات مُثَقَّفة مع أخذ كل القيود المادية والقيود على المخلوقات الاجتماعية بعين الاعتبار. ويُعتقد بأن التفكير العقلاني محدود في ضوء المقدرة الفيزيائية، وتبعاً للحقيقة القائلة بأن عمليات التفكير تتطور في سياقٍ اجتماعي وثقافي معين. وإلى درجةٍ ما، يتعلم الأشخاص ماذا عليهم أن يفعلوا، وكيف يقومون بذلك، وكيفية التفكير حول المشكلة التي تعترضهم؛ ما يضع قيوداً على على السلوك وقد يُنشِئ مُحَدِّداً للقدرات الإدراكية. وتَعتبِر الاقتصاديات المؤسساتية مقولة النظر إلى الأشخاص على أنهم وكلاء مُعَظِّمون للمنفعة بأنها خاطئة أو مُضَلِّلة على أقل تقدير. حيث ناقشت Anne Mayhew حجج حول وجهة النظر بأن البشر لايُركِّزون على تعظيم المنفعة بشكل حصري. حيث لاحظت Mayhew بأن الانتظام المفترض حول السلوك الموصوف في اقتصاديات الكلاسيكية الجديدة مُحَدَّد لزمان ومكان مُعَيَّنَيْن، ويتواجد كنتيجة للشروط الاجتماعية، والثقافية، والمؤسسية "أكثر منه بسبب خصائص بشرية فطرية وثابتة" (Oliver Marnet, p: 619).

أضافت اقتصاديات وبحوث الإدراك تأكيداً على السياق والحالة كمؤثِّر وشَرط على السلوك وعملية التفكير وأظهرت بأن الانحرافات عن الأثر والإدراك والتحيزات تقود لمزيد من الانحرافات عن تنبؤات نموذج العقلانية الكلاسيكية الجديدة. قادت الملاحظات والبحوث اليومية التي تُثبت بأن الأشخاص (والمجموعات) الذين لايُلَبُّون معيار العقلانية المتشدد، إلى وصف لاتخاذ القرار بأنه لايرتكز فقط على السببية المنطقية، بل هو خاضع للتحيزات، ولخطط، وللربط مع أمور أخرى، والاستنباط ولغيرها من المختصرات الإدراكية والحكمية للفكر البشري أيضاً، خاصة في ضوء عدم التأكد.

قللت النتائج من بحوث علم السلوك بشكل دراماتيكي (كبير) بعض الفرضيات الأساسية لبعض النظريات القانونية والاقتصادية فيما يتعلق بالنظر إلى الكائنات البشرية كمُعَظِّمين عقلانيين للمنفعة بشكل كبير. وقد يتطلب هذا من الأكاديميين الاقتصاديين والقانويين "الاعتراف أنه لاينبغي في بعض الظروف إسناد القرارات العملية لصنع السياسات إلى فرضية عقلانية الناس".[1]

قد يكون من المضلِّل طرح سؤال حول سبب عدم عمل أي من المخففات المعروفة لمشكلة الوكالة بشكل كفوء وجيد لمنع الكوارث المالية كتلك التي حدثت مع إنرون وبارمالات. فقد كانت حوكمة الشركات في إنرون دفترياً، كما سيأتي إليه البحث لاحقاً، أكثر من جيدة. فقد فصلت وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيسي (الأمر الذي اعتبر في بريطانيا وبعض الدول الأخرى من دعائم الحوكمة الجيدة للشركات – وقد يكون هذا أمر صحيح – في حين تم معارضته بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية) ولديها أشخاص مؤهلين بشكل جيد في لجنة المراجعة خاصتها ودليل حوكمة شركات جدير بالثناء. ظاهرياً، أوفت إنرون بالعديد من متطلبات قانون Sarbanes–Oxley 2002 في الولايات المتحدة، الذي أدخل أو أثار تعديلات جديدة في مجال حوكمة الشركات والمحاسبة (Oliver Marnet, p: 619).

مع ذلك، لم يُثِر أعضاء مجلس الإدارة أي قلق أو هواجس إلاّ بعد أن بدأت الشركة بالانفجار داخلياً في ضوء سلسلة من المخالفات المحاسبية. وفي حين كان الاحتيال فريداً في إنرون – إلى حدٍّ ما – تُظهِر العديد من انهيارات حوكمة الشركات تشابهاً واقعياً في الفشل يشير بمعظمه إلى أهمية الدور الذي يلعبه الإدراك والنفسية البشرية في صياغة التوقعات واتخاذ القرارات.

–القدرة على فهم الأمور (أساليب الاكتشاف heuristics) وطبيعة التحيُّز:

لكن ما هي الأسباب السلوكية والإدراكية الشائعة وراء الابتعاد عن المثالية المنطقية، والتي يمكن أن تكون أساساً لبعض فرضيات الوسائل والآليات المُصَمَّمة لتقليل مشكلة الوكالة بشكل منتظم ومثابر؟ إن قدرات المرء على الاكتشاف والتحليل heuristics هي مختصرات ذهنية، أو أحكام مبنية على التجارب العملية، لها أصولها ومنشأوها ضمن التطور البشري، كامتلاك القدرة على تشغيل نظام تفكير تحليلي/منطقي. وهذه القدرات heuristics مفيدة في تبسيط الاستراتيجيات التي

---

[1] يمكن العودة إلى Rabin 2002 الذي قدم مراجعة مفصلة لتكامل السيكولوجيا والاقتصاد للوصول إلى درجة أكبر من الواقعية في التحليل الاقتصادي.

تعمل كآليات للتكيف السريع مع الحالات المعقدة. عموماً، فهي تقدم نتائج جيدة لكنها تقود إلى أخطاء جوهرية أحياناً. وتصحيح التحيز السابق هو عملية غير تامة. وغالباً ما يستمر الأشخاص في تَحَيُّزِهِم حتى عندما يكون حدوث ذلك مثبتاً بشكل واضح للفرد، وعلى الرغم من وضوح مفهوم التحيز لديهم، وأن لدى أحدهم تعليمات بَيِّنة لتجنب التحيُّز. ويدخل التحيز عادة في مرحلة تشكيل الإدراك والفهم (عندما يصيغ الناس رأياً أو حكماً بشأن قضية ما) ويميل لعكس معتقدات الفرد السابقة.

يمكن للتحفيز أن يؤثر على الأساس السببي أثناء اتخاذ القرار من خلال اختيار مُتَحيِّز لمجموعة من العمليات الإدراكية من أجل الوصول إلى الخلاصات المرغوبة (Oliver Marnet, p: 620).

-القدرة على التحليل والحُكم

يمكن أن يؤدي الاعتماد على مختصرات ذهنية معينة إلى تحيزات منتظمة في الحكم. وتُتَّخذ التقديرات والقرارات بشكل متكرر على أساس مدى تشابة حالة معينة مع الخبرات والتجارب السابقة وعلى سهولة إعادة تجميع الخبرات السابقة من النوع المشابه. يمكن أن تُشكِّل الأحداث التاريخية السابقة، وصياغة المشكلة، والمعلومات العشوائية قيمة أوليِّة. حتى القيم الأولية المتطرفة تشكل نموذجيّاً، مِفْصَلاً يُعدِّل الأشخاص بشكل غير كفوء على أساسه عند توفر معلومات ثانوية جديدة تسمح بإجراء تحديثات للمعطيات. تُفَسِّر نظرية التوقع ذلك إلى حدٍّ مُعَيَّن، ما يثبت بأن التكاليف الغارقة قد لاتكون كذلك أبداً بالنسبة للأشخاص لكن يمكن أن تَدْخُل، وهي تَدْخُل، في اتخاذ القرار المستقبلي (Oliver Marnet, p: 620).

كما تُبين نظرية التوقُّع بأن لدى البشر كرهاً قوياً تجاه الخسائر، وتعتمد النزعة إلى تَحمُّل الخطر، على موقع الشخص نسبة إلى الربح أو الخسائرة المحتملين. حيث يصبح الأفراد أكثر ميلاً للسعي وراء المخاطرة في إطار خسارة، وكارهين للخطر عندما يصبح بالإمكان تأطيره في ضوء الأرباح.

تُظهِر الأدبيات حول تصعيد الالتزام بأن متخذي القرار يمكن أن يصبحوا مُبالِغِيْن بالالتزام تجاه قرارات سابقة، مُخصِّصين مزيداً من الأموال على مشاريع تسير باتجاه الفشل. يميل الأشخاص الذين يواجهون عواقب سلبية (بسبب وجهات نظر أو تصرُّفات سابقة) إلى تحريف العواقب السالبة بشكل إدراكي باتجاه النظر إلى حصيلة أكثر إيجابية والتمادي في تصرفاتهم بعيداً بشكل منتظم،

بما في ذلك تحمل مزيد من المخاطر وإخفاء الخسائر، من أجل تجنب الاعتراف بالخسارة. ويتعزز هذا بالنزعة باتجاه مواظبة الاعتقاد، أي بالميل باتجاه الوضع الراهن.

تُفلتِر الاعتقادات السابقة والتوقعات الإدراك، وتَصقله بطريقة تدعم وتستبقي وجهات النظر المكتسبة سابقاً، بحيث تقود إلى خصال الأنانية والسببية المُحَفَّزة، من أجل تجنب، أو الإقلال من، التناقض وعدم الانسجام الإدراكي. تعمل صفات هذا التحيز على مستوى المجموعة، حيث يمكن تعزيزها من خلال الضغوط الاجتماعية. فمن غير المريح الخروج منفرداً عن المجموعة. يصف تفكير المجموعة حالة قيام أشخاص أذكياء في مجموعات على مستوى عالٍ من التماسك باتخاذ قرارات سيئة جداً. تدفع أوهام مشتركة، بما فيها الشعور بالتحصن والمنعة، والافتراضات المسبقة بالإجماع، وإخماد الشكوك الشخصية (أي إبعاد المشاكل والمنغصات من الذهن)، والمحرمات تجاه الخصوم أو الأعداء من المجموعة؛ تدفع كل هذه الأمور باتجاه قبول الوضع الراهن، وتفضل إبعاد التفسيرات البديلة والحدّ من البحث عنها (Oliver Marnet, p: 621).

وجد Ali S. Alhakami and Paul Slovic علاقة عكسية بين الخطر والمنفعة المُدرَكَين، حيث يرتبط إدراك الخطر إلى قوة الأثر السالب أو الموجب المرافق لنشاط أو حالة معينة. وقد وُجِد أن الأثر (الانفعال) يتعلق سلبياً بإدراك الخطر. فإذا ما تم اعتبار منافع نشاط ما مرتفعة (كأن "يرغب" الشخص بهذا النشاط)، عند سيُنظَر إلى خطر هذا النشاط على أنه منخفض. وعدم الإعجاب بنشاط ما يقود إلى تشكيل إدراك بانخفاض المنفعة – وارتفاع الخطر. قد يأتي الإنفعال أو التأثُّر قبل إبداء الحُكْم، وقد يُوَجِّه الحكم على الخطر والمنفعة، خاصة تحت الظروف التي تقيد فرصة إجراء تحليل مُرَوَّى فيه. وُجِد بأن الخبراء حسَّاسون لهذا التحيُّز بدرجات مُشابِهة للناس العاديين. ويبدو بأن الشعور أو التأثُّر يلعب دوراً جوهرياً في الحكم وإدراك الخطر، بما يقود ضمنيّاً إلى تقديرات للخطر تختلف بشكل كبير عن التقديرات العلمية (Oliver Marnet, p: 621).

لكن ما هي تطبيقات هذا التفسير المنطقي السابق، وبشكل أقرب، على حوكمة الشركات؟

-التطبيقات على حوكمة الشركات:

قدَّم عدد كبير من الباحثين تعليقات حول أثر السلوك والعوامل الإدراكية على اتخاذ القرار في مجالات حوكمة الشركات. فقام بعضهم بتحليل رقابة غير مُثلى، وفحص ميل أعضاء مجلس الإدارة لقبول قرارات الإدارة، ونظر إلى أسباب قيام المدراء التنفيذيين بإدارة التوقعات. يمكن أن

يكون لاستخدام حوافز الأداء آثار جانبية سيئة وعكسية. على سبيل المثال، وُجِد بأن التجار المحتالين (Rogue) يواجهون ضغوطاً للتملُّص من رقابات الشركة، في حين كان لدى المدراء المعْنِيِّين حوافز وتحيُّز للسماح بحدوث ذلك. ويمكن أن تؤدي توليفة سلسلة اتخاذ القرار والتكاليف الغارقة الجوهرية إلى حالات حيث يحاول التاجر المحتال التغطية على مزيد من الخسائر (بطريقة متصاعدة)، في حين يكون المشرف أو المدير، بدوره، تحت ضغوط نفسية بحيث يبرر أو يؤوِّل سلوك المحتال بمصطلحات إيجابية (خاصة إن كان المتعامل مؤجَّراً من قبل المشرف). مثلاً، قد يُحفِّز وضع الأهداف سلوكاً غير أخلاقي عندما لايستطيع الأشخاص تحقيق أهداف معينة، بأن يتم وضع أهداف سهلة المَنَال (Oliver Marnet, p: 621).

قد يجد بعض وسطاء السمعة، كالمراجعين وأعضاء مجلس الإدارة أنه من المنطقي قبول بعض الأخطاء في الشركة، الأمر الذي قد يؤدي إلى فشل دورهم كمراقبين. إذ قد يَحسَب المراقب gatekeeper في ضوء ظروف معينة أنه من المنطقي تخفيض رأس مال السمعة، بدلاً من الحفاظ عليه. مثلاً، تعمل العرضة للتحيز غير المقصود؛ وأحياناً حساسية المراجع وخوفه من تحيُّزه دون أن يكون مدرِكاً أو قاصداً لذلك، خلال عملية المراجعة، ضد استقلال المراجع بشكل قوي، وقد تجعل هذا الاستقلال مستحيلاً. بالرغم من ذلك، من المشروع طرح السؤال ما إذا كان من غير المعقول بالنسبة لمراجع أو شركة مراجعة ما القيام بمراجعة بشكل مُتهوِّر أو احتيالي. وقد يشكل الأمر تحت تأثير التحيز ومنطق خدمة الذات، في بعض الأوقات، مبرراً كافياً للمراجع للتآمر والتواطؤ مع العميل. لايمكن أن يكون السلوك الاحتيالي أو الإهمالي ببساطة غير وارد فقط لأنه غير منطقي من وجهة نظر الاقتصاديين. كذلك برزت حجج قوية بشأن استقلال أعضاء مجلس الإدارة. إذ يطرح البحث العلمي بشأن قدرة الإدارة وسيطرتها، تساؤلات هامة حول مدى استقلال أعضاء المجالس والقابلية للتطبيق على المجلس من وجهة نظر مدخل التواصل الأمثل، حيث يتم تزويد المدراء بحوافز كفوءة لتعظيم قيمة الشركة (Oliver Marnet, p: 622).

لذلك، ربما من المفيد التأكيد على أهمية معالجة التحيز لدى الأطراف المختلفة من خلال أدوات الحوكمة كتعزيز استقلال المجلس والمراجعين.

٤- أهمية حوكمة الشركات

يشير (Peter A. Stanwick et al. 2005, p: 42)[1] إلى أنه إذا طبقت شركة ما إطاراً قوياً لحوكمة الشركات، فإنها تسمح لنفسها القدرة على تعزيز مزاياها التنافسية. كما تساعد على صياغة وتطبيق قرارات استراتيجية أكثر فعالية بناءاً على معلومات هادفة وأكثر دقة للشركة. ويضمن تنفيذ إطار شامل لحوكمة الشركات مستوى أعلى من الثقة لحملة الأسهم حول قراراتهم الاستثمارية. إضافة إلى أن مثل هذا الإطار الشامل يمكن أن يكون أداة إدارية مفيدة للإشراف على الفحص الكُلِّي وعلى النظام المتوازن المستخدم في تقويم عمليات الشركة ككل. وتعتبر مسؤوليات وواجبات مجلس الإدارة مرتبطة مباشرة بالأداء واستمرار الشركة بعيد الأمد. فمجلس الإدارة مسؤولٌ عن التأكد من أن قرارته لاتعزز فقط القيمة الكلية للشركة، بل تخدم احتياجات أصحاب المصالح المهتمين بشكل ملائم.

وحوكمة الشركات كمقياس عام، ترتبط إيجابياً مع القيمة السوقية للشركات (Oliver Marnet, p: 622).

<u>٤-١ أهمية حوكمة الشركات من منظور عولمي:</u>

قلة هي المواضيع التي تحظى بذلك الاهتمام الذي تناله حوكمة الشركات بالنسبة لمنشآت الأعمال الدولية وبرامج التنمية. يعود ذلك إلى سلسلة الأحداث التي وقعت مؤخَّراً في العقود الثلاثة الأخيرة، التي كانت السبب في الأولوية التي تتمتع بها الموضوعات المتعلقة بحوكمة الشركات لدى كل من المجتمع المالي ومجتمع الأعمال دولياً ومحلياً. فقد كانت الانهيارات والفضائح المالية والمحاسبية المدهشة لمنشآت الأعمال – مثل الفضيحة الشهيرة لبنك الاعتماد والتجارة الدولي، وكارثة بنوك الإدخار والإقراض وشركات مثل إنرون Enron وورلدكوم Worldcom في الولايات المتحدة، والفجوة الكبيرة بين مرتبات وتعويضات المدراء التنفيذيين في الشركات مقارنة بأداء تلك الشركات – هي القوة الدافعة وراء طلب التغيير في الدول المتقدمة. وحديثاً كانت الفضائح والأزمات المالية الكبرى والانهيارات المؤسسية في شرق آسيا وروسيا وغيرها هي التي أتت بموضوعات حوكمة الشركات إلى مركز الصدارة في الدول النامية والأسواق الناشئة والاقتصادات الانتقالية.

---

[1] من أهم المراجع الأخرى, Becht, Marco; Bolton, Patrick; Roell, Ailsa; "Corporate governance and Control", ECGI, update 2005, http://ssrn.com/abstract_id=343461.

وكانت هذه الأحداث تصور أن نقص حوكمة الشركات يؤدي إلى تمكين الداخليين – من المديرين وأعضاء مجلس الإدارة أو الموظفين العموميين – من نهب الشركات أو الخزائن العامة على حساب المساهمين والدائنين وغيرهم من أصحاب المصالح (كالعاملين والموردين والجمهور إلخ...). وفي الاقتصاد العالمي السائد هذه الأيام، من المرجح أن تعاني الشركات والدول ذات النظم الضعيفة للحوكمة من الآثار الخطيرة لذلك. هذا إضافة لما قد يلحق بها من فضائح وأزمات مالية. والأمر الأكثر يقيناً اليوم هو أن الطريقة التي تُحكم بها الشركات – هي التي تقرر، إلى حدٍّ كبير – ليس فقط مستقبل ومصير كل شركة بمفردها وعلى حدة، بل مستقبل ومصير اقتصاداتها بأكملها في عصر العولمة الحالي.

كان المحاججون في سبب العجز في صافي تدفق رؤوس الأوموال من الجنوب إلى الشمال يطالبون بفتح الأسواق وإزالة الحواجز الجمركية. لكن تشير الدراسات إلى حقيقة هامة وهي أنه بالرغم من انهيار معظم العوائق والحدود أمام التجارة الدولية والتجارة بالأصول المالية من أسهم وسندات، بقي تدفق رأس المال باتجاه البلدان الصناعية خاصة الـUSA بعكس بعض التوقعات. وقد يشير البعض إلى أن السبب في ذلك هو الفرق الكبير لهامش الربح بالنسبة لرأس المال بين البلدان الصناعية والنامية؛ حيث وفقاً لبيانات صندوق النقد الدولي IMF كان المبلغ التراكمي لصافي تدفقات رأس المال إلى البلدان النامية من عام ١٩٩٦ حتى ٢٠٠٤ سالباً بمقدار ٦.٧ مليار دولار أمريكي (Rene`M. Stultz, 2005, p: 13).

وهنا يمكن التساؤل عن أحد أهم الأسباب التي ما تزال تقف في وجه تدفقات الاستثمارات بين دول العالم. والجواب هنا هو أن الحوكمة الضعيفة أو السيئة للشركات تعوق طريق البلدان النامية – التي قد تكون في حالات كثيرة ذات إنتاجية أعلى– من الانتفاع الأمثل من العولمة المالية.

فمع وجود ضعف في حوكمة الشركات المحلية سيتم تقويمها بشكل أخفض من قِبَل أسواق رأس المال، بحيث يصعب للمستثمرين والشركات المحلية تأمين المال الكافي لتمويل أنشطتها المختلفة؛ وبالنتيجة تبقى الشركات بحجم أصغر والنمو في وضع حرج. على سبيل المثال: قد يكون استثمار ١٠٠$ في أندونيسيا أو في مصر أكثر إنتاجية منه في الولايات المتحدة الأمريكية، لكن المستثمرين لن يذهبوا للاستثمار في أندونيسيا إذا توقعوا الحصول على عائد أعلى للاستثمار في

الـUSA. فالحوكمة الضعيفة تمنع المستثمرين الخارجيين من الحصول على كامل العائد عن استثماراتهم لأن الأطراف ذات العلاقة ستحصل على معظم العوائد قبل وصولها إلى المستثمر (Rene`M. Stultz, 2005, OpCit, p: 13).

وقد أدت العولمة وتحرير الأسواق المالية إلى فتح أسوق دولية جديدة تتيح إمكانيات لتحقيق أرباح مذهلة، إلا أنها أيضاً تعرِّض الشركات للمنافسة الشرسة ولقدر كبير من التذبذبات الرأسمالية (في السوق). وقد أصبحت منشآت الأعمال الوطنية تعلم كما يعلم مديروها أنه لكي تتوسع الشركات وتصبح قادرة على المنافسة دولياً، فإنها تحتاج إلى مستويات من رأس المال تتعدى إمكانيات مصادر التمويل التقليدية.

وبات ضعف القدرة على جذب مستويات كافية من رؤوس الأموال يهدد استمرارية ووجود المنشأة ذاتها، وقد يكون لها آثار شديدة الوطأة على الاقتصادات بالكامل. مثلاً، إن عدم كفاية رأس المال يعمل على محو القدرة التنافسية للمنشآت وعلى إلغاء الوظائف، فضلاً عن إضاعة المكاسب الاجتماعية والاقتصادية التي لم يتم الحصول عليها إلا بشق الأنفس. وهو ما يعمل على تفاقم واستفحال الفقر. والمنشآت التي لا تتمكن من جذب رأس المال تخاطر بأن تتحول إلى مجرد العمل في البيع والتوريدات للشركات العالمية متعددة الجنسية، أو إلى ما هو أسوأ من ذلك، فإنها عندما لا تتمكن من المنافسة يجري تركها خارج حلبة الأسواق الدولية تماماً، بينما يخاطر الاقتصاد بأكمله بعدم قدرته على الاستفادة من مزايا العولمة.

وقد أدت الأزمات المالية الأخيرة التي فجَّرها الفساد وسوء الإدارة إلى أن تصبح عملية جذب المستويات الكافية من رأس المال بصفة خاصة متَّسمة بقدر كبير من التحديات. إذ كَلَّفت تلك الأزمات المستثمرين مليارات الدولارات، وأدت إلى تخريب الجدوى الاقتصادية والمالية للشركات. كما أسهمت أيضاً في ازدياد نشاط المساهمين والمنافسة على الاستثمار. وقد أصبح المستثمرون الآن، وخاصة المؤسسات الاستثمارية، يعلنون بوضوح أنهم ليسوا على استعداد لتحمل نتائج الفساد وسوء الإدارة. كما أصبح المستثمرون، قبل الالتزام بأي قدر من التمويل يطلبون الأدلة والبراهين

على أن الشركات تجري إدارتها وفقاً للممارسات السليمة للأعمال التي تؤدي إلى تقليل إمكانيات الفساد وسوء الإدارة إلى أقل حدٍّ ممكن.

فضلاً عن هذا، فإن المستثمرين سواء في بوسطن أو القاهرة أو برلين أو بكين يريدون أن يتمكنوا من تحليل ومقارنة الاستثمارات المحتملة وفقاً لنفس معايير الشفافية والوضوح والدقة في القوائم المالية قبل أن يقدموا على الاستثمار. وفي الواقع، فإن قيام منشأة الأعمال ذات المصداقية التي يمكنها الصمود للاختيارات الدقيقة والفحص من جانب المستثمرين الدوليين قد أصبح أمراً يتعدى مجرد التسويق العالمي، بل أصبح أمراً أساسياً بالنسبة للشركات المحلية التي ترغب بجذب الأموال إليها أو التوسع والدخول في الأسواق المالية الأخرى ولكافة الاقتصادات كي تنمو وتزدهر.

وخلاصة القول، أن المستثمرين يسعون إلى الشركات التي تتمتع بهياكل حوكمة سليمة. و"حوكمة الشركات" كما يمكن أن ينظر إليها أيضاً هي تلك المجموعة من "قواعد اللعب" التي تجري بموجبها إدارة الشركة داخلياً. كما يتم وفقاً لها إشراف مجلس الإدارة على الشركة، بهدف حماية المصالح والاستثمارات المالية للمساهمين، الذين قد يقيمون على بعد آلاف الأميال من الشركة وبعيدين جدّاً عن إدارة المنشأة. وكما تتطلب الحوكمة الجيدة وجود الشفافية، حتى يتمكن أفراد الشعب من الحكم بشكل فعال على مدى قيام الحكومة بخدمة مصالحهم، فإن الشركات ينبغي عليها أيضاً أن تعمل بطريقة شفافة وعادلة حتى يتمكن أصحابها من اتخاذ القرارات الصائبة بشأن استثماراتهم، وهذه الإجراءات العادلة والشفافة هي لب وجوهر حوكمة الشركات.

أما الأثر الإيجابي للحوكمة الجيدة للشركات على مختلف أصحاب المصالح، في النهاية، هو اقتصاد أمتن؛ لذلك تعتبر هذه الحوكمة أداة للتطوير الاقتصادي – الاجتماعي في بلدٍ يتجه نحو سوق الاقتصاد الإجتماعي كسورية.

يشير (A Tuzcu and A Fikirkoca 2005, p: 154) إلى أنه في اقتصادٍ عولمي هنالك حاجة متزايدة للتمويل للمحافظة على طبيعة أنشطة الشركة متزايدة التعقيد والتي تتنافس في سوق عالمي متكاملٍ كما لم يكن من قَبْل. ومن أجل جذب الاستثمار الأجنبي، تهتم الشركات بالحوكمة الجيدة بشكل متزايد، كونها بحاجة لإظهار أنها ملتزمة باحترام حقوق المستثمرين. وحوكمة

الشركات هامة جِدّاً لتعظيم قيمة الشركات على اعتبار أنها تُساعد في تخفيض تكلفة الديون الخارجية بتأكيد الثقة بين المستثمرين الأجانب.

أما ما يجري إغفاله غالباً فهو أن حوكمة الشركات لها أهميتها بالنسبة لشركات القطاع العام وللإدارة المحلية والجمعيات الخيرية والمنظمات غير الهادفة للربح عموماً ... بنفس قدر أهميتها بالنسبة لشركات القطاع الخاص. وقد بدأت الجهود المبذولة لغرس حوكمة الشركات في منشآت القطاع العام تلقى مزيداً من الاهتمام مؤخراً. إلا أن القطاع العام يبقى خارج نطاق هذا البحث.

<u>٤-٢ أهمية حوكمة الشركات بالنسبة لحملة الأسهم</u>

تَبرُز مسألة تباين المعلومات في سوق التبادل لعدم قدرة المساهمين على مراقبة أعمال المدراء بشكل مباشر، ما يولِّد مشاكل مخاطرة أخلاقية، أو بسبب عدم القدرة على معرفة القيمة الاقتصادية الموضوعية للشركة أو لجودة الإدارة، بحيث تخلق مشاكل انتقاء غير ملائمة. وتؤدي المخاطرة الأخلاقية ومشاكل الإختيار غير الملائم إلى خطر وكالة يأخذه المستثمرون بعين الاعتبار عند التسعير وتحديد تكلفة رأس مال الأسهم (تكلفة الملكية) (Hollis Ashbaugh, et al. Dec. 2004, p: 5).

إذ تشير العديد من الدراسات مؤخراً إلى وجود علاقة قوية بين الحوكمة الجيدة للشركات وتحسُّن مقاييس ربحية وأداء الاستثمارات، حيث كان العائد على الاستثمار والمُلكية أفضل بنسبة ١٨.٧% و٢٣.٨% على التوالي في الشركات ذات الحوكمة الجيدة من تلك ذات الحوكمة الضعيفة، في دراسة أعدَّها معهد خدمات المساهمين المؤسساتيين وجامعة ولاية جورجيا الأمريكية (CFA Centre for Financial Market Integrity, 2005, p: 2).

تُمَثِّل حوكمة الشركات مجموعة من الآليات التي تهدف من خلال عملها إلى تخفيض خطر الوكالة الناجم عن عدم تماثل المعلومات لدى الأطراف المختلفة. وتحفز آليات الحوكمة التي تقدم مراقبة مستقلة على اتخاذ قرار إداري فعال يزيد من قيمة الشركة ويقي من سلوك بعض المدراء الانتهازي الذي قد يبدِّد قيمة الشركة. أكثر من ذلك، تقلل آليات الحوكمة التي تتمثَّل في شفافية وإفصاح أكبر للمعلومات المالية وغير المالية أمام الجمهور من خطر المعلومات التي يواجهه حملة الأسهم ما يؤدي بدوره إلى زيادة قيمة الشركة. وعليه يمكن القول أن الحوكمة الأفضل تؤثر على تكلفة رأس مال الملكية من خلال تخفيف أخطار الوكالة التي يسببها الخطر الأخلاقي والاختيار غير الملائم

لأفراد الإدارة. بالتالي، يشير البعض إلى الخطر الإضافي الذي يواجهه حملة الأسهم نتيجة الحوكمة الضعيفة بخطر الحوكمة (Hollis Ashbaugh, et al. Dec. 2004, p: 5).

وتميل الأدبيات السابقة إلى التركيز على تكلفة رأس المال من ناحية أحد مَعْلَمَي حوكمة الشركات، إمَّا جودة المعلومات أو خطرها. إلا أن البحوث النظرية التي تم إجراؤها مؤخراً لدى Easley and O'Hara (2003) and O'Hara (2004) تثبت تساوي أهمية كمية وجودة المعلومات في التأثير على أسعار الأصول (الأسهم)، مؤدية إلى فروقات تقاطعية بين العائد المطلوب لكل شركة (مقابل تكلفة رأس مال الملكية). أثبت Easley and O'Hara في نماذجهما، أن تباين المعلومات بين المستثمرين الذين يملكون (لايمتلكون) المعلومات، إلى أن أولئك الذين يفتقدون المعلومات اللازمة هم أكثر عرضة لخطر المعلومات. هذا الخطر الناجم عن امتلاك باقي المستثمرين لمعلومات متفوقة تتيح لهم تحديث محفظة سنداتهم بشكل أسرع وإدخال المعلومات الجديدة، تاركين المستثمرين الذين يفتقدون هذه المعلومات في الوقت الصحيح عرضة لخطر المعلومات.

في حين أخذ Leuz and Verrecchia (2004) مدخلاً آخر لإثبات تأثير خطر المعلومات على عوائد حملة الأسهم بالاحتكام إلى قاعدة الأسواق في تنسيق توزيع رأس المال بين الشركات والمستثمرين المختلفين. وفي نموذجهم هذا، تُحسِّن المعلومات الأفضل التنسيق بين الشركات والمستثمرين فيما يتعلق بقرارات استثمار رأس المال. فالمستثمرون يريدون علاوة مقابل خطر عدم تماثل المعلومات الناجم عن ضعف المعلومات التي لديهم، ويتجلَّى هذا الخطر عند تنوع الأصول في محفظتهم الاستثمارية (بحيث يكون من الصعب تجنب الخطر). أي يمكن التلخيص بالقول: أن جودة المعلومات تؤثر على تكلفة الاستثمار في أسهم الشركات بشكل مباشر وهي عامل خطر إضافي عند التسعير.

قدَّم Garmaise and Lui (2004) في عملهما النظري الأخير، وجهة نظر بديلة لآثار الحوكمة على تكلفة رأس المال. فقد أثبتا أن نقل حقوق اتخاذ القرار بشأن خيارات الاستثمار إلى الإدارة يعرِّض حملة الأسهم إلى دعاوي أكبر من قبل السوق لأن المدراء يفضلون بعض التصرفات مثل الاستثمار الزائد (أي ما يسمى ببناء الامبراطورية) التي تزيد مكافآتهم والمدفوعات في الأوقات الاقتصادية الجيدة، لكنها تراكم خسائر أكبر في الأوقات الصعبة. واشتقَّا تنبؤاً بأن الحوكمة الضعيفة للشركات، بالترافق مع وجود إدارة غير نزيهة، تزيد من خطر (بيتا) النظامي للشركة وقدّما

دعماً تطبيقياً لهذا التنبؤ من عدَّة دول. لذا، وضمن إطار عمل Garmaise and Lui (2004)، تم تبيان أخطار الوكالة المرافقة لنقل اتخاذ قرار الاستثمار إلى الإدارة، على الأقل في جزء منه، من خلال مؤشر بيِّنًا. وعليه، يتوقع الباحثان بأن تؤثر آليات الحوكمة، التي تشجع رقابة أفضل على تصرفات الإدارة الانتهازية، على تكلفة رأس المال بشكل غير مباشر من خلال تخفيض تعرض الشركة إلى خطر السوق. وتتعلق درجة الرقابة والمراقبة على الإدارة بشكل كبير بمقاييس هيكل الملكية، وحقوق المساهم، وتركيبة مجلس الإدارة (Hollis Ashbaugh, et al. Dec. 2004, p: 6). من جهة أُخرى، يُتَوَقَّع أن يُكافِئ المستثمرون الشركات ذات الحوكمة الأجود بتقويم أعلى لأسهمها.

٤-٣ أهمية حوكمة الشركات من وجهة نظر أصحاب المصالح:

بسبب الطبيعة المضطربة للأسواق في الاقتصاد العالمي، تغير دور حوكمة الشركات بشكل هام على مدى العقود الثلاثة الماضية. فعلى الرغم من وضع بعض قواعد الحوكمة كمطلب قانوني لتأسيس الشركات، باتت حوكمة الشركات رابطاً هاماً بين الشركات وأصحاب المصالح المختلفين. وهنالك حاجة لحوكمة الشركات لضمان مصالح منظمات وشركات القطاعين العام والخاص. فهي تساعد في تعزيز مستوى الثقة لكل أصحاب المصالح ذوي العلاقة بما فيهم حملة الأسهم والسندات، والزبائن، والموردين، والموظفين والحكومات. لكن من وجهة نظر بعض الباحثين أن النقطة الهامة التي كانت، وما تزال، في حوكمة الشركات هي مجلس الإدارة (Peter A. Stanwick et al. 2005, p: 42).

٤-٤ أثر حوكمة الشركات عند الطرح الأولي للاكتتاب العام على أسهم الشركات

تعتبر مرحلة الاكتتاب الأولي هامة جداً من حيث حوكمة الشركات كونها الوقت الذي تحصل فيه على الشركة أموال من بيع أسهمها في السوق بشكل مباشر[١]. تشير الأدبيات إلى أن الشركات ذات هياكل الحوكمة المُوَجَّهة أكثر نحو حملة الأسهم تتلقى تقديرات أعلى في مرحلة الطرح الأولي

[١] طبعاً، إضافة للتدفقات من عمليات إعادة شراء أو بيع الأسهم لاحقاً من قبل الشركة نفسها (أسهم الخزينة).

للاكتتاب العام IPO، وتجذب ملكية اعتبارية ومؤسساتية أكبر، ولديها أداء تشغيلي أفضل على المدى البعيد.

وفحصَ Hartzell وزوملاؤه كيف تؤثر الاختلافات في هيكل الحوكمة لشركة ما في مرحلة الـ IPO على تقويم السوق الأولي لها، ومستوى الملكية الاعتبارية الأولي، وأدائها التشغيلي بعيد الأمد. ويشير هؤلاء الباحثون إلى أن التضمين الهام لهياكل الحوكمة هذه في مرحلة الـ IPO هو أن أية آثار تقييم سلبية تقع على عاتق الداخليين من خلال انخفاض حصيلة الاكتتاب. لذا فإن وجود علاقة موجبة بين متانة حوكمة الشركات وتقويم الشركة في هذه المرحلة تصبُّ في مصلحة الداخليين. تُقدِّم الخسارة المحتملة لقيمة الشركة تقديراً لحجم ومقدار تكاليف الوكالة والتفاضل فيما بينها من قبل الداخليين. ويَسمح التركيز على مرحلة الـ IPO فحص دور الحوكمة في – ومنذ– بداية حياة الشركة كشركة مطروحة للاكتتاب العام (Jay C. Hartzell, Jarl G. Kallberg, and Crocker H. Liu, 2004, p: 2).

يمكن أن ينجم انخفاض قيمة الشركة أثناء مرحلة الاكتتاب إما من انخفاض التدفقات النقدية المُتوقَّعة؛ لأن المستثمرين قد يتوقعون أن تقتطع الإدارة حصة من الأرباح لنفسها (أو أن تقوم باستثمارات غير مجدية في محاولاتهم للحصول على منافع خاصة)، أو من خطر تسعير أعلى للسهم من قيمته الفعلية. لكن كما بدا في دراسة (Field and Karpoff 2002, p. 1885)، ليس من الضروري أن يُبدي وجود تكاليف الوكالة في مرحلة الـ IPO عدم كفاءة. ويمكن توقُّع أن يدفع مستثمرو مرحلة ماقبل الـ IPO أسعار أسهم تعكس التكاليف المُتَوَقَّعة للوكالة، مثلما تعكس التكاليف الأخرى كالعمالة ورأس المال (Jay C. Hartzell, Jarl G. Kallberg, and Crocker H. Liu, 2004, p: 2).

كما اختبر Hartzell وزوملاؤه فرضيتين؛ الأولى: هي فرضية المراقبة، والتي تدَّعي بأن المؤسسات تفضل الاستثمار في شركات ذات الحوكمة الأقوى لأنها تُقلِّل من تكاليف مراقبتها. على الرغم من أن الدراسات السابقة قد أظهرت قدرة كبار المستثمرين في التأثير على حوكمة الشركة وقيامهم بذلك، إلاَّ أن هنالك دليل محدود بأن الحوكمة الأقوى تجذب الملكية المُرَكَّزة (كالمؤسسات). الفرضية الثانية هي ترافق هيكل الحوكمة الأقوى خلال فترة الـ IPO مع أداء تشغيلي أفضل مابعد

الاكتتاب الأولي (Jay C. Hartzell, Jarl G. Kallberg, and Crocker H. Liu, 2004,
.(p: 2

مـا يعنـي أهميـة وجـود نمـوذج وممارسـات أفضـل لحوكمـة الشـركات، خاصـة فـي البلـدان ذات الاقتصـاديات الانتقالية والأسـواق الناشئة والأقل نمواً، لما لذلك من تحقيق وفورات وحصيلة أكبر للشركات إن كان خلال مرحلة الاكتتاب أو مابعده، وللمستثمرين الداخليين والخارجيين معاً.

يستخدم (Jay C. Hartzell, Jarl G. Kallberg, and Crocker H. Liu, 2004, p: 15) مؤشر Tobin`s Q في مرحلة الأصدار الأولي IPO كمتغير تابع لدراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة الشركة كما يلي:

$$Q_{IPO} = \frac{\text{(السعر المعروض للسهم * عدد الأسهم المدفوعة قيمتها) + (إجمالي على الأصول – القيمة الدفترية لحقوق الملكية)}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

٥- أهداف حوكمة الشركات

يمكن أن تعمل الحوكمة على أغراض منها (كاترين كوشتا هلبلينج، ص: ٤):

١- تخفيض المخاطر،

٢- تعزيز الأداء،

٣- تحسين الوصول إلى الأسواق المالية،

٤- زيادة القابلية التسويقية للسلع والخدمات،

٥- تحسين القيادة،

٦- إظهار الشفافية وقابلية المحاسبة عن المسؤولية الاجتماعية.

ويعرض بعض الباحثين أهداف الحوكمة على مستويين (خالد قالبقجي، "حوكمة الشركات"، ٢٠٠٨، ص: ٥):

١) أهداف الحوكمة على مستوى الاقتصاد القومي:

- زيادة الثقة في الاقتصاد القومي،
- تعميق دور سوق المال وزيادة قدرته على تعبئة المدخرات ورفع معدلات الاستثمار،
- الحفاظ على حقوق الأقلية "صغار المساهمين"،

- نمو القطاع الخاص ودعم قدراته التنافسية،
- خلق فرص عمل جديدة،
- تحقيق معدلات النمو المطلوبة.

٢) أهداف الحوكمة على مستوى الشركة:

- تحقيق الشفافية والإفصاح والعدالة،
- منح حق مساءلة إدارة الشركة،
- تحقيق الحماية للمساهمين،
- مراعاة مصالح العمل والعمال،
- الحد من استغلال السلطة في غير المصلحة العامة،
- تعظيم الربحية،
- الالتزام بأحكام القانون،
- العمل على ضمان مراجعة الأداء المالي،
- وجود هياكل إدارية تمكن من محاسبة الإدارة أمام المساهمين،
- تكوين لجنة مراجعة من غير أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين تكون لها مهام واختصاصات عديدة لتحقيق رقابة مستقلة على التنفيذ.

إضافة لذلك يُلحَظ من خلال مراجعة التعاريف السابقة للحوكمة، وكما يرى بعض الباحثين وجود أهداف بتحسين الكفاءة والفعالية في الأداء، وإن كان بشكل غير مباشر، فالهدف الرئيسي بالنسبة لهم هو حل مشكلات الوكالة وليس تحسين الأداء.

٦- مبادئ الحوكمة

كانت أول مبادئ دولية لحوكمة الشركات تمت مناقشتها وتبنيها من قِبَل الدول الأعضاء هي تلك الصادرة عن الـ OECD التي أنشأت المجموعة الاستشارية لقطاع الأعمال (في ١٩٩٦) وفريق عمل لاستخلاص مجموعة من المبادئ الجوهرية للحوكمة الجيدة للشركات. ركَّزت مبادئ الـ

OECD (١٩٩٩) على العدالة، والشفافية، والمساءلة والمسؤولية (Iskander and Chamlou, 2000).

وكانت تجربة الأزمة الآسيوية التي كشفت عن فشل منتظم في حوكمة الشركات حافزاً لنشر الـ OECD لمبادئ الحوكمة. وتمت المصادقة على إطار المبادئ تلك من قبل البنك الدولي، والـ IMF وبنك التنمية الآسيوي ADB. والقصد من إطار مبادئ حوكمة الشركات هذا أن يصبح مرجعاً دولياً، لكنه ينطوي على نقطة أساسية، وهي أنه موجهه على أساسيات نظام اقتصاد السوق، وأنها (أي المبادئ) تهدف بشكل جزئي لإصلاح نظم الداخليين ذات المداخل المرتكزة على أساس العلاقات، خاصة في البلدان النامية حيث يُفترض أن احتمال فشل حوكمة الشركات هو احتمال أكبر.

حدّدت القوة العاملة التابعة للمجموعة الاستشارية لقطاع الأعمال خمسة مبادئ لحوكمة الشركات عام ١٩٩٩.

وفي عام ٢٠٠٣ نشر بنك التنمية الآسيوي بالتعاون مع شركة Hermes Pensions Management Limitted دليلاً لعشرة مبادئ لحوكمة الشركات هي (ADB and Hermes, 2003, pp:1-42):

١- توجيه الأداء

٢- لجان التسمية والتعويضات

٣- الإفصاح

٤- لجنة المراجعة

٥- دليل الإنجاز

٦- تضارب المصالح

٧- الالتزام البيئي والاجتماعي

٨- أداء مجلس الإدارة

٩- مسؤوليات المستثمرين

١٠- دور أعضاء مجلس الإدارة في الأوقات الصعبة turnaround

وتم تحديث مبادئ الـ OECD في عام ٢٠٠٤ ليضاف إليها المبدأ الأول الجديد، وأصبحت كما هي معروفة كا التالي:

مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)	ضمان وجود إطار فعال لحوكمة الشركات	ذو تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل
		المتطلبات القانونية والتنظيمية في نطاق اختصاص تشريعي
		توزيع المسؤوليات بين الجهات ذات العلاقة في نطاق اختصاص تشريعي واضح وفي خدمة المصلحة العامة
		لدى الجهات المختلفة النزاهة والسلطة والموارد للقيام بواجباتها
	حماية حقوق حملة الأسهم	توافر الحقوق الأساسية للمساهمين
		الحق في المعلومات عن القرارات
		الحق في المشاركة بالتصويت
		تسهيل المشاركة الفعالة
		التصويت شخصياً أو غيابياً
		الإفصاح عن الهياكل والترتيبات
		تسهيل ممارسة حقوق الملكية
	المعاملة المتساوية لحملة الأسهم	معاملة المساهمين (من نفس فئة الأسهم) بشكل متساوٍ
		منع التداول بين الداخليين والتداول الشخصي الصوري
		الإفصاح عن العمليات
	احترام دور أصحاب المصالح	المصالح وفقاً للقانون أو الاتفاقات
		التعويض مقابل انتهاك الحقوق
		تطوير الآليات للمشاركة
		تقديم المعلومات في الوقت المناسب
		الاهتمام بالممارسات
		إطار للإعسار وآخر للدائنين
	الإفصاح والشفافية	الافصاح عن السياسات
		المستويات النوعية للمحاسبة
		المراجعة الخارجية
		قابلية المراجعة للمساءلة
		الفرصة والتوقيت المستخدمين
		المنهج الفعال لإطار الحوكمة
	مسؤوليات مجلس الإدارة	العمل وفقاً للمعلومات الكاملة
		المعاملة العادلة للمساهمين
		تطبيق المعايير الأخلاقية
		عرض السياسات
		الحكم الموضوعي المستقل والوقت المناسب لإتاحة المعلومات

يشير (Kashif Rashid 2008, p: 13) إلى أن مبادئ الـ OECD حول حوكمة الشركات تؤكِّد على تحقيق الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي من خلال توليد فرص عمل في الاقتصاد. ويمكن للشركات تحسين القيمة لحملة الأسهم وتقديم منافع للمجتمع من خلال اتباع مبادئ الحوكمة. كما أن الافصاح والمعلومات المالية الشفَّافة، والحفاظ على الصحة والسلامة، وتنمية الثقافة الاجتماعية والاقتصادية في الشركات يمكن أيضاً أن تولد قيمة لحملة الأسهم. لكن نتيجة لضعف قانون الشركات في بعض الأسواق المالية النامية أو في طور النشوء، قد لا تتمكن بلدانها من اتباع مبادئ الـ OECD بالتالي قد لا تتمكن من توليد هذه القيمة لحملة الأسهم.

أما معهد المراجعة الداخلية فقد وضع /١٨/ مبدأ للحوكمة هي(CIA, Study Unit 3, p: 5,6):

a. وجود مجلس إدارة مُنَظَّم ويعمل وظيفياً بشكل جيد بعدد ملائم من الأعضاء؛ وهيكل لجان ملائم، وإجراءات اجتماعات مُوَصّفة بشكل جيد، وقرار مستقل، وتأكيد دوري على عضوية الأعضاء.

b. أن يكون لدى أعضاء مجلس الإدارة المؤهلات والخبرة الملائمة، مع فهم واضح لدورهم في حوكمة الشركة، ومعرفة جيدة بالعمليات، ويتمتعون بعقلية موضوعية ومستقلَّة.

c. يتمتع المجلس بصلاحيات، وتمويل، وموارد كافية للقيام باستفسارات مستقلة.

d. فهم الإدارة التنفيذية والمجلس للهيكل التشغيلي، بما في ذلك الهياكل التي تفتقد للشفافية وتعوقها،

e. وجود استراتيجية يتم قياس نجاح الشركة ومساهمات الأفراد تجاهها،

f. هيكل تنظيمي يدعم إنجاز الأهداف الاستراتيجية،

g. سياسة حوكمة لعمل الأنشطة الرئيسية،

h. خطوط واضحة ومُعَزَّزة للمسؤولية والمُساءَلة،

i. تفاعل نَشِط بين المجلس، والإدارة، والمراجعين الخارجيين والداخليين، وأية أطراف تقدم خدمات التأكيد،

j. إشراف ملائم من قِبَل الإدارة، بما في ذلك وضع والحفاظ على رقابات قوية،

k. سياسات وممارسات تعويضات – خاصة للإدارة العليا – تتفق مع بيئة قيم الشركة الأخلاقية وأهدافها واستراتيجيتها ورقابتها، وتُشَجِّع على سلوكٍ ملائم.

l. توصيل وتعزيز لثقافة أخلاقية، وقيم الشركة، ونشاط مرتفع ملائم، بما فيها بيئة تسمح بتقديم تغذية راجعة مع الموظف دون الخوف من ردود فعل انتقامية وتضارب كامن للمصالح لدى المراقبين والفاحصين.

m. استخدام فعال للمراجعين الداخليين، مع التأكيد على استقلالهم، وكفاية الموارد المخصصة لهم ونطاق أنشطتهم، وفعالية العمليات.

n. تعريف وتطبيق واضِحَين لسياسات، وعمليات، ومساءلات إدارة الخطر،

o. استخدام فعال للمراجعين الخارجيين، بالتأكيد على استقلالهم وكفاية مواردهم ونطاق أنشطتهم،

p. إفصاح شفاف للمعلومات الهامة لأصحاب المصالح،

q. الإفصاح عن عمليات الحوكمة، ومقارنتها مع الأدلة والممارسات المثل المعروفة محلياً.

r. الإشراف على العمليات مع الأطراف ذات العلاقة وتضارب المصالح.

٧- آليات الحوكمة

تختلف آليات الحوكمة الأكثر أهمية من بلد إلى آخر، أو من مجموعة بلدان إلى أخرى حسب نموذج الحوكمة المتبع و/أو الظروف المحيطة ببيئة الحوكمة في بلدٍ ما (IAASB Handbook, part 1, ISA 200, Objective And General Principles Governing An Audit Of Financial Statements, p: 222). ويمكن أن يكون عمل بعض الآليات بديلاً أو مكملاً لعمل الآليات الأخرى. لذلك من الهام فحص دور الآليات البديلة الممكنة في البلد محل الدراسة. مثلاً، في البلاد التي يعمل فيها سوق السيطرة وظائفياً بشكل جيد، أو حيث يمكن الاعتماد على أعضاء مجلس الإدارة في ممارسة وظائفهم، قد يكون هنالك مجال أقل للمالكين أو للتعويضات الإدارية للسيطرة على مشاكل الوكالة الإدارية (Sandra Dow and Jean McGuire; p: 13).

بالفعل أشار العديد من الباحثين إلى أن السبب في ضعف القدرة على تأكيد الرابط بين الملكية والأداء أو بين التعويضات والأداء في الولايات المتحدة هو هذه التبادلية في عمل بعض الآليات. على كل حال، كما يقوم السياق الوطني لبلدٍ ما بممارسة تأثير هام في هذه العلاقات، فإنه قد يفتح المجال للعمل على الآليات الأخرى (Sandra Dow and Jean McGuire; p: 14).

تُظهِر الدراسات أن آليات الحوكمة تؤثر على قيمة الشركة (Jay C. Hartzell, Jarl G. Kallberg, and Crocker H. Liu, 2004, p: 1).

وسيناقش البحث آليات الحوكمة (الداخلية والخارجية) بتفصيل أكثر، لاحقاً في معرض دراسة هذه الآليات من خلال أدوار الأطراف المختلفة ومتغيرات النموذج المقترح والعلاقة بين الآليات الداخلية والخارجية.

٨- القيم الأساسية للحوكمة (الانضباط والشفافية والاستقلالية والمساءلة والمسؤولية والعدالة والمسؤولية الاجتماعية)

يتضمن مصطلح حوكمة الشركات الملامح والقيم الأساسية التالية:

١. الإنضباط: أي اتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح.

٢. الشفافية: أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث.

٣. الاستقلالية: أي لا توجد تأثيرات وضغوط غير لازمة للعمل.

٤. المساءلة: أي إمكان تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.

٥. المسؤولية: أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ذوي المصلحة في الشركة.

٦. العدالة: أي يجب احترام حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في الشركة.

٧. المسؤولية الاجتماعية: أي النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

ويستخدم كريدي ليونيه هذه المعالم في مؤشره لإعطاء درجات لحوكمة الشركات، موزعة على ٥٧ بنداً تفصيلياً[١].

٩- أدلة الممارسات المثلى وقواعد حوكمة الشركات

أدلة الممارسات المثلى لحوكمة الشركات ما هي إلاَّ عنصر واحد من الإطار القانوني الذي يعمل ضمن الأعمال. وينبغي عدم الخلط بينها وبين القواعد القانونية، التي تُشكِّل الجسم أو الإطار القانوني، ولا مع المعايير الدولية أو أدلّة الشركة الأُخرى. على الرغم من ذلك، يمكن أن تأخذ أدلة الممارسات المثلى لحوكمة الشركات أشكالاً عديدة. فقد تكون لنطاق محدد، أو قد تنسحب على مجموعات معينة من الشركات، أو تُبَيِّن معالم محددة من حوكمة الشركات كالإفصاح أو ممارسات مجلس الإدارة. ومن منطلق رفع مستويات المعايير والجودة فوق المتطلبات القانونية، تعتبر هذه الأدلة تطوعية بطبيعتها، وتبقى هنالك آليات تحفيز مختلفة قد تشجع التزام الشركات ببنود معينة من هذه الأدلة (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 20).

---

[١] لمزيد من التفصيل حول هذه البنود التفصيلية التي يستخدمها كريدي ليونيه في تقييمه لحوكمة الشركات يمكن العودة إلى كتاب حوكمة الشركات في القرن الواحد والعشرين لعام ٢٠٠٣، ص: ٦٥-٦٨.

وتلعب الأدلة دوراً هاماً في تحسين حوكمة الشركات، وبالتالي في أدائها المالي. تشير بعض الدراسات إلى ارتفاع معدل دوران الإدارة العليا كآلية من آليات الحوكمة بعد صدور تقرير كادبوري، لكن فقط في الشركات التي قامت بتغيير هيكلية مجلس إدارتها بنتيجة توصيات التقرير. كما وجدت أن معدل الدوران المرتفع هذا ارتبط إحصائياً بأداء مالي أضعف، وبشكل غير عشوائي، في عينة موسعة من الشركات البريطانية في فترة صدور تقرير كادبوري. أي أنه في الشركات التي عانت من ضعف مالي كان معدل دوران الإدارة العليا أعلى لاستبدال المدراء ذوي الأداء الضعيف، وذلك انسجاماً مع بنود رئيسية لدليل الحوكمة. لكن يبقى السؤال هل يتم عادة استبدال المدراء المقصود استبدالهم؟ وهل يكون بُدَلاؤهم أفضل منهم؟ في الحالة البريطانية في تلك الفترة، كان الجواب: نعم (Jill Solomon, p: 80).

٩-١ أنواع أدلة الحوكمة

إذاً، أدلةُ الممارساتِ المُثلى لحوكمة الشركات هي مجموعات من التوصيات غير الملزِمة تهدف إلى تحسين وإرشاد ممارسات حوكمة الشركات ضمن سياق أعمال وبيئة قانونية مُعينة لبلدٍ ما. وتستند هذه الأدلة نموذجياً على المبادئ وتُركِّز على قضايا البلد المعْنِي. ويمكن أن تختلف في ما تُركِّز عليه ، وفي نطاقها، ويمكن أن تكون أكثر أو أقل تفصيلاً. وبغض النظر عما إذا كان الغرض منها استعادة ثقة المستثمِر أو لدعم مناخ استثمار أفضل، تم تبنِّي هذه الأدلة حالياً في العديد من البلدان كطريقة لإدخال المعايير والمبادئ الدولية وتكيفها مع البيئة المحلية (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 21)، لكن يبقى التساؤل ما هو أفضل نوع لأدلة ممارسة حوكمة الشركات لحاجات بلدٍ معين؟

٩-٢ أدلة الحوكمة لكل أنشطة الأعمال

قِلة من أدلة الحوكمة التي يمكن تطبيقها على كل أنشطة الأعمال. وغالباً ما تكون الأدلة المحلية موجهة نحو الشركات المطروحة للتداول. وفي البلدان التي لديها عدد قليل نسبياً من الشركات ذات الأسهم المتداولة – مثل سورية، قد تكون المشكلة هي تطوير دليل يستهدف الشركات المُدرَجة أو لوضع دليل أكثر شمولاً. وربما يُنظَر إلى تطوير دليل للشركات المدرجة كفرصة لجذب رأس المال ولزيادة عدد الشركات المُدرجة، وربما هذا ما حدث في سورية. لكن بالنسبة للاقتصاد ككل، قد

يكون من الأفضل صياغة دليل أشمل يمكن أن يتضمن في أجزاء منه توصيات معينة للشركات المدرجة، كما فعلت جنوب أفريقيا.

ونتج تقرير King لحوكمة الشركة عام ١٩٩٤ المعدل في ٢٠٠٢ من إدراك أن الأنشطة التجارية في اقتصاد جنوب أفريقيا – مثلها كمثل الكثير من الدول النامية – تهيمن عليها شركات غير مُدرَجة في سوق Johannesburg للتداول، وهي بأعداد كبيرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة والمشاريع المملوكة للحكومة. خاصة في البلدان ذات الدخل المنخفض، حيث يكون عدد الشركات المطروحة للتداول في الأسواق المالية صغير جداً، وحيث تكون أدلة حوكمة الشركات لأغلبية الشركات غير المدرجة، والمشاريع العائلية، والمصارف هامة أيضاً (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 22)، كذلك الأمر في سورية بالنسبة لهذه الخاصية الأخيرة.

٩-٣ أدلة الحوكمة للشركات المدرجة

لدى البلدان ذات سوق رأس مال متقدم وفعال أدلة حوكمة شركات تستهدف نموذجياً الشركات المدرجة، ولدى المملكة المتحدة واحدٌ من أعقد الأدلة من هذا النوع. كما قامت الدول ذات الأسواق الناشئة والنامية التي لديها عدد كبير نسبياً من الشركات المدرجة بإدخال أدلة لمواكبة توقعات المستثمرين وحملة الأسهم (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 22).

بينما لم يتبنَّ البلد صاحب أكبر سوق لرأس المال في العالم – وهو الولايات المتحدة – دليل ممارسات أمثل لحوكمة شركات وطني بشكل رسمي. يمكن عزو التقدم الحذِر والنطاق المحدود لأدلة الحوكمة في الولايات المتحدة إلى عدة عوامل؛ منها النظام الفدرالي للحكومة التي تتألف من ٥٠ ولاية وحكومة فدرالية، تتشارك كلها السلطة في ظل الدستور الأمريكي. حَكَمَت الولايات تشكيلة واسعة من البنود تدور حول حوكمة الشركات، يرشدها في ذلك نماذج، مثل قانون نموذج شركات الأعمال الذي وضعته جمعية المحامين الأمريكيين. لذلك يمكن مثلاً، أن يجد الباحث بنوداً تتعلق بالعناية المهنية، والولاء، والإخلاص من قِبل المُؤتَمنين في الشركة (أعضاء مجلس الإدارة) في نص قانون شركات الولايات (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 23).

وبمتابعة الحالة الأمريكية يمكن الاستفادة من بعض الدروس. فالعامل الآخر في تنظيم وحوكمة الشركات في الولايات المتحدة هو اعتمادها على عناصر القانون العام، وهي غير ملزِمة وتستند على أساس قضائي، بدلاً من نص القانون. وتعطي الجمعية الوطنية لأعضاء مجالس الشركات (NACD) مثالاً على ذلك "قاعدة حكم الأعمال"، التي تقول لايمكن إلقاء المسؤولية على مجالس الإدارات عن قرار يتضح أنه غير صائب، طالما أن أعضاءها مارسوا العناية المهنية، ولديهم الولاء الكافي، والإخلاص. وهذا مبدأ قضائي ينبثق من قرارات قضائية، وليس من قانون الولاية أو الفدرالية (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 24).

اعتمدت الولايات المتحدة في مرحلة من المراحل على المجموعات المُتأثِّرة بالحوكمة من خلال الأدلة الإرشادية الطَّوعية. تستند هذه الأدلة على إرشادات منشورة تُطوِّرها مجموعات مثل الـ NACD وطاولة الأعمال المستديرة. وتنظر معظم الشركات إلى هذه الأدلة الإرشادية لتحسين ممارساتها. لكن الاحتيال المحاسبي وإفلاسات عدة شركات ضخمة في مطلع الألفية الثانية والأزمة المالية والاقتصادية العالمية الأخيرة، كلها دفعت إلى تقليل الثقة بالأدلة الإرشادية الطَّوعية وإلى إصلاحات أدت إلى قوانين مثل قانون ساربانز أوكسلي ٢٠٠٢، وقواعد إدراج جديدة (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 24).

٩-٤ أدلة الحوكمة لأنواع محددة من الشركات

يُركز هذا النوع من الأدلة على قطاع محدد من الشركات مثل المصارف، أوالشركات المملوكة للدولة (SOEs)، أو المشاريع والشركات المتوسطة والصغيرة (كما في كولومبيا وهونكونغ). وهي أكثر تشغيلية وتغطي مسائل لايتم التعامل معها عادة في الأدلة المستندة إلى مبادئ الحوكمة. ويمكن أن تكون الأدلة القطاعية أكثر صلة وفائدة للدول ذات الدخل المنخفض أو الدول التي يكون عدد الشركات المدرجة فيها قليل مثل سورية. ويُتوقع أن تزداد أهمية وعدد الأدلة من هذا النوع في السنوات القادمة مع تزايد أهمية الحوكمة في أسواق رأس المال. مثلاً، تعمل عدة دول حالياً على تطوير أدلة للمشاريع المملوكة للدولة (مثل كينيا والصين) معتمدةً على تلك التي طورتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 24).

٩-٥ الأدلة التي تُرَكِّز على معالم معينة من الحوكمة

تُركِّز بعض أدلـة الممارسـات الأمثـل علـى مظـاهر معينـة لحوكمـة الشـركات كممارسـات مجـالس الإدارة أو الإفصاح، أوفعالية المراجعين (مثل: سيريلانكا). لذا ينبغي عدم الخلط بينها وبين الأدلة المهنيـة للأعمـال التـي يتم تبنِّيها من قبل الأعضـاء المهنيـين التـابعين لهذه الهيئات مثل اتحـادات المحاسبين أو معاهد أعضاء مجالس الإدارة. حيث يتم تطوير وتطبيق الأدلة المهنية نموذجياً من قِبل المهنيين، والمنظمات ذاتية التنظيم (كشركات المحاسبة والمراجعة والتقويم) لضمان خدمات ذات نوعية عالية المستوى يقدمها أعضاؤها والحفاظ على الثقة العامة في مِهَن مُعينة (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 25).

بالمقابل، الدافع وراء تطوير أدلة لمعالم معينة من حوكمة الشركات هو تحسين هذه الحوكمة من خلال توضيع مسائل محددة لايمكن التعامل معها بغير ذلك. وهي تميل لأن تكون أكثر توجُّهاً ويمكن أن تُثبِت بأنها مفيدة جداً عند مراجعة وتحسين أدلة أكثر شمولاً لاحقاً.

٩-٦ بيئة أدلة الحوكمة

غالباً ماتكون بيئة عمل الشركات معقدة بشكل كبير. وتتأثر ممارسات حوكمة الشركات بعدد كبير من المعايير بشكل مباشر ونموذجي أهمها:

- القوانين الدولية (معاهدات، اتفاقيات، تعليمات، توجيهات)،
- القوانين المحلية (الأدلة القانونية)،
- التشريعات في الإدارات المحلية،
- الأنظمة،
- قواعد الإدراج،
- المعايير والأدلة القانونية وأدلة الممارسات المُثلى والإرشادات،
- النظم الأساسية والسياسات الداخلية في الشركات،

لذا ينبغي تطوير أدلة حوكمة الشركات في ضوء المعرفة بأنها ستكون جزءاً من جسم ضخم من القوانين والتعليمات والمبادئ والممارسات الأمثل (بورصتا القاهرة والإسكندرية، ص: ٢؛ و Mervyn King, GCGF, 2005, p: 27).

وقد تَوَسَّع حجم وتنوع وتعقُّد التشريعات التي تؤثر على أنشطة الشركة بشكل ملحوظ مع مرور الوقت خصوصاً على المستوى المحلي في معظم البلدان. مثلاً، أشارت Holly Gregory من Weil, Gotshal and Manages في عملها "عولمة حوكمة الشركات"، إلى قوائم تتضمن عدداً ضخماً من القوانين والأنظمة إضافة لقواعد الإدراج في الأسواق المالية التي تؤثر في حوكمة الشركات. تتضمن هذه القوائم متطلبات الإفصاح ومعايير المحاسبة، إصدار وتداول الأسهم والسندات؛ وتأسيس الشركات؛ وحقوق حملة الأسهم والتصويت بالإنابة؛ الاندماجات والاستحواذ؛ واجبات أعضاء المجالس المؤتمنين عليها، وحول الموظفين، وحملة الأسهم المسيطرين؛ علاقات العمال، وممارسات القطاع المالي؛ وسياسات التقاعد والضرائب (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 28).

لاحظت H. Gregory أن بيئة الحوكمة تتحدد بمايلي:

- نوعية وتوفُّر الإلزام القضائي والقانوني لهذه القوانين والأنظمة والقواعد،
- الفهم العام لمواطَنة الشركات،
- توقعات المجتمع حول أهداف الشركات،
- المنافسة المحلية والدولية بالنسبة للمنتج، والخدمات، وأسواق رأس المال، إضافة لأسواق الإدراة والعمالة والسيطرة على الشركات (سوق الحوكمة).

٩-٧ الأدلة والمعايير الدولية

عدا بعض الأدلة والاتفاقيات التي تلبي بعض التوقعات، بما فيها التوجيهات حول الشفافية، التي تم تبنيها في الاتحاد الأوروبي ٢٠٠٤؛ ومعاهدة إنشاء أنظمة أساسية موحدة لتأسيس الشركات في البرازيل والأرجنتين الموقعة عام ١٩٩٠، هنالك قليل من القوانين الدولية أو العالمية التي تؤثر بشكل مباشر على ممارسات حوكمة الشركات عبر الحدود.

فعلى المستوى الدولي، ركزت معظم الجهود لتحسين ممارسات حوكمة الشركات على تطوير معايير عامة غير مُلزِمة وعلى أساس المبادئ، لأسباب قد تبدو مقنعة. تقود عملية تطوير معايير دولية لحوكمة الشركات بشكل رئيسي مجموعة من المنظمات المجتمعة والإقليمية مثل الـ OECD ومنظمة الكومونويلث لحوكمة الشركات. يمكن لهذه المعايير أن تساعد كنقاط علاَّم ونماذج لتطوير

الأدلة والأنظمة المحلية بنجاح. فقد استخدم العديد من البلدان، بما فيها كوريا، وروسيا، وزامبيا مثلاً مبادئ الـ OECD لحوكمة الشركات كنقطة بداية لأدلتهم المحلية (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 30).

غالباً ما تستهدف المعايير والأدلة الدولية الشركات المدرجة بشكل أساسي، على الرغم من إمكانية إفادة نطاق أوسع من الشركات من العديد من توصيات الحوكمة هذه. كما تطورت المعايير الدولية بناء على الحاجة لتوضيح أمور قطاعات معينة من أجل المستثمرين المؤسساتيين، ومؤخراً، من أجل مشاريع القطاع العام.

٩-٨ إلزام أدلة الممارسات المُثلى

يدور جدل واسع حول المدخل التنظيمي لحوكمة الشركات في أي بلد. بمعنى آخر، ماهي معالم الحوكمة التي من الأفضل التعامل معها من خلال القوانين، وأي منها التي ينبغي أن تكون ذاتية التنظيم؟ ويصبح هذا السؤال وثيق الصلة خاصة في حالات فشل السوق. والدافع إلى تبنِّي قوانين صارمة هو أن أدلة الممارسات الأمثل هي تطوعية بالدرجة الأولى، لذلك، وعلى عكس الإلزام القانوني، فهي ليست مُلزِمة. فبينما تُركز القوانين على نواحي الإلزام بالحدود الدنيا من المتطلبات، تعمل أدلة الممارسات الأمثل على رفع مستوى المعايير. ولأن أدلة حوكمة الشركات تتضمن البناء على إجماع الأطراف على الإصلاحات المتضمنة، فهي تجذب دعماً أكبر مما قد تفعله القوانين والأنظمة التي تُفرض على الشركات (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 30).

لكن مدخلاً واحداً قد لايلائم الكل؛ ويعتمد اختيار المدخل المناسب على سياق الإصلاح والاعتبارات الأخرى مثل الإطار القانوني للبلد، ومحتوى القوانين الموجودة، وممارسات الشركات فيه. واعتماداً على الأعراف القانونية في بلد ما، إضافة لحالة إلزام الإطار القانوني لحوكمة الشركات فيه، يمكن أن تخدِم الأدلة كدافعٍ للإصلاحات أو أن تُشَكِّل آلية إلزام غير صارمة بديلة (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 30).

٩-٩ مقارنة الأدلة والقوانين

من الهام أخذ المَعَالِم الخاصة للقوانين والأدلة بعين الاعتبار، قبل تطوير دليل لحوكمة الشركات، وهي كمايلي:

- من حيث التركيز: تميل الأدلة للتركيز على تحديد وصياغة ممارسة "جيدة" أو "أفضل" ممارسة. بينما تميل القوانين للتركيز على تبيان الحدود أو العتبة الدنيا للسلوكيات والممارسات. بكلمات أخرى، تضع الأدلة المعايير التي ينبغي على الشركات أن تستوحي منها الحدود العليا التي ينبغي الوصول إليها، بينما تضع القوانين المعايير الأدنى الواجب تحقيقها.
- من حيث التطوير: تعتبر عملية تطوير دليل ما أسهل من تطوير وتمرير تشريع جديد على الأغلب.
- من حيث التطبيق: يمكن تطبيق الأدلة بشكل أسرع من القوانين، التي قد تتطلب وضع مسودة القانون والدخول في دورة الموافقات عليه.
- الإلزام: يميل الالتزام بالأدلة لأن يكون طوعياً؛ بينما الإلتزام بالقوانين هو أمر مفروض. وتميل الأدلة لعدم احتوائها على آليات إلزام واضحة لكن تعتمد بدلاً من ذلك على التنظيم والانضباط الذاتيَّين. في بعض الحالات، تراقب صناعة أو قطاع اقتصادي ما أعضاءه بشأن الالتزام. بالمقابل، يتم إلزام القوانين من خلال النظام القضائي والتشريعي والهيئات التنظيمية ويستلزم على المخالفات عقوبات واضحة.
- المرونة: تبدو مراجعة وتعديل الأدلة أسهل من القوانين، ويمكنها أن تستجيب للأزمات بشكل أسرع.
- النشوء: ولأن تعديلها أسهل، يمكن أن تكون الأدلة خطوة أولى استباقية قبل تحويلها إلى قوانين وأنظمة تحظى بدعم أكبر.
- الشمولية: تعطي مسودات الأدلة أولوية لإرساء شمولية وإمكانية ولوج إلى بنودها، بينما القوانين تعطي الأولوية للدقة القانونية، وأحياناً على حساب الوضوح (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 32).

٩-١٠مداخل تطبيق الأدلة: الإلزام والإلتزام

ينعكس مفهوم حوكمة الشركات لبلدٍ ما بالمحصلة في دليل الحوكمة فيها، وفي مجمل القوانين والأنظمة، وممارسات الشركات، وفي وعي المجتمع له. لكن ما الذي يشجع شركة ما على الالتزام بدليل حوكمة معين؟

وهل غطَّت أدلة الحوكمة في هذه البلدان كل المجالات والبنود ذات العلاقة من حيث النطاق والشمولية والفعالية؟

على كُلٍّ، هنالك ثلاثة مداخل رئيسية لعكس مفهوم حوكمة الشركات في أدلة القواعد المتبنَّاة حول العالم، وهي (Bukit Kiara, 2000, p: 3):

١- ***المدخل الإلزامي***: حيث يتم وضع قواعد حوكمة الشركات من خلال تحديد ممارسة معينة مقرونة بالمطالبة بالإفصاح عن الالتزام بهذه القواعد. على سبيل المثال، تتبنى بورصة لندن دليلاً موحداً للممارسات المُثلى المقارنة يطبَّق على كل الشركات المدرجة.

٢- ***المدخل غير الإلزامي***: يطلب هذا المدخل ببساطة من شركة ما أن تقوم بالإفصاح عن ممارسات حوكمة الشركات لديها. فالتركيز هنا يكون على الممارسات الفعلية، والأساس المنطقي لهذا المدخل هو أن احتياجات الشركات من الحوكمة قد تكون مختلفة وأن على أعضاء مجالس الإدارة بذل جهودهم لتحديد هذه الاحتياجات. وتتبنى سوق أستراليا للتبادل هذا المدخل.

٣- ***المدخل الهجين***: الذي أشير إليه في تقرير لجنة هامبل Hampel. إذ اعتبرت اللجنة أن هنالك مجالاً عريضاً من المبادئ وأن على كل الأطراف ذات العلاقة عندها تطبيق هذه المبادئ بمرونة وبأخذ الظروف المختلفة والعوارض الطارئة لكل شركة بعين الاعتبار. فحوكمة الشركات ليست مجرد مسألة فرض هياكل معينة للشركات والتزام بعدد من القواعد القاسية والسريعة التطبيق. ويذكر التقرير *"بأن خبرة الشركة مع أدلة لجنتي Cadbury and Greenbury كانت مختلفة تماماً. وغالباً ما اعتُقِدَ بأن الأدلة قد تم التعامل معها*

كجملة من القواعد ذات الصيغة الأمرية. فحملة الأسهم أو محاموهم كانوا أكثر اهتماماً فقط حول ما إذا كانت القواعد تُطَبَّق حرفيًّا أم لا".

مع تزايد خبرة البلد ذو الاقتصاد الانتقالي أو السوق الناشئة من تطبيق الأدلة غير المُلزِمة، والتعلم حول أي من أجزاء هذه الأدلة يعمل بشكل أفضل من غيره، وأيّها مايزال بحاجة لمزيد من المراجعة والإصلاح. وفي بعض الأدلة بعدة بلدان هنالك إشارة إلى ضرورة قوننة بعض البنود لتعزيز الالتزام بمبادئ الحوكمة الأساسية. كذلك الحال عند الإدراج في السوق المالي. مثلاً، كامَلَت سوق التبادل الأدلة الموجودة سابقاً ضمن متطلبات قواعد الإدراج في حالة الباكستان.

١٠- ملامح أُخرى لدراسة حوكمة الشركات: النظر إلى الحوكمة من مدخل الخطر

حيث أن كثيراً من الدراسات تشير إلى علاقة حوكمة الشركة بأدائها المالي (David T. Tan, 2009, Kashif Rashid 2008; Attiya Y. Javed and Robina Iqbal 2007; Bernard S. Black and Vikramaditya S. Khanna 2007; Chatrudee Jongsureyapart 2006; and Turki Bugshan 2005)، وأن تحسيناً في الأولى يؤدي إلى أداءٍ أفضل. إلاّ أن هنالك شكوكاً وربما أدلة في دراسات أخرى حول مدى صِحة هذه العلاقة. لكن بالمقابل، هنالك علاقة قوية ومتنامية الإقناع بأن الحوكمة الضعيفة تقود إلى خسائر مالية، وإلى فشل مالي في الحالات المتطرفة منها. وهنالك اقتناع بوجود حافز على أساس الخطر لرقابة وتحسين حوكمة الشركات.

تُسلِّط الأحداث الأخيرة الضوء على حاجة الشركات، والمؤسسات المالية على وجه الخصوص، للتركيز على إدارة الخطر ونظم الرقابة الداخلية. حيث جدَّد إطار جمعية المحاسبين المجازين في بريطانيا، مثلاً، التأكيد حول حوكمة الشركات والخطر (٢٠٠٨) في البند السابع منه على التصدي ومعالجة إدارة ورقابة الخطر بشكل موضوعي، ومستقل عن الإدارة التنفيذية. كذلك فعل تقريرَا Turner and Walker 2009.

تشير بعض الأدبيات أن السيطرة العائلية وتركُّز الملكية يترافقان بقبول نسب أعلى للمخاطرة والأداء، بينما الشركات التي تسيطر عليها البنوك تُفضِّل نسب مخاطرة أقل، وأبدَت نسب أداء

أخفض. وتُفسر النتائج سبب ارتفاع أداء الشركات ذات الملكية المُركَّزة من خلال ربط هياكل حوكمتها إلى استراتيجيات أكثر مخاطَرة تترافق مع مزايا تنافسية أعلى (Pascal Nguyen .(2010, p: 1

١١ ـخصائص بيئة حوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة:

من الهام بداية التعريف بالاقتصادات[1] الانتقالية وأنواع الأسواق الناشئة أو في طور النشوء وإعطاء لمحة عنها، تمهيداً لمعرفة بيئة وسياق عمل الحوكمة في هذه الاقتصادات والأسواق، لذلك سيتطرق إليها الباحث بإيجاز كما يلي:

١١ـ١ الاقتصادات الانتقالية:

يُعرف الاقتصاد الانتقالي بأنه اقتصاد يتَّجه من اقتصاد تخطيط مركزي إلى اقتصاد السوق الحُرّ. ويتم في هذه المرحلة الانتقالية تحرير الاقتصاد، حيث تتحكم قِوى السوق بالأسعار بدلاً من جهات وهيئات التخطيط المركزي، كما يتم إزالة الحواجز أمام التجارة وتبادل السلع، وقد يتم خصخصة المشاريع والموارد المملوكة للدولة، والعمل على إنشاء قطاع مالي لتسهيل حركة رأس المال الخاص. تم تطبيق عملية الانتقال الاقتصادي على دول مثل الصين، ودول الاتحاد السوفيتي السابق، وبلدان الكتلة الشيوعية لشرق أوروبة، وغيرها من دول العالم الثالث.

تتصف العملية الانتقالية بتغيير وإحداث هياكل ومؤسسات، خاصة المتعلقة بالقطاع الخاص؛ وبتغيُّر في دور الدولة، لذلك، إنشاء هيئات حكومية تختلف بشكل أساسي عن سابقاتها، وتحفيز المشاريع المملوكة للقطاع الخاص، والأسواق، وقطاع مالي مستقل.

يمكن تمييز دخول اقتصاد ما في المرحلة الانتقالية من خلال عدة مؤشرات أو مَعالم منها[2]:

- يعتبر وجود حقوق للملكية الخاصة العنصر الأكثر أهمية في اقتصاد السوق، لذلك فإن تطبيق هذه الحقوق هو مؤشر رئيسي للعملية الانتقالية.

[1] يميز الباحث بين مصطلح اقتصادات واقتصاديات انتقالية؛ فالأخيرة هي فرع علمي من فروع علم الاقتصاد.
[2] http://en.wikipedia.org/wiki/transition_economies#transition_indicators.

- تحرير الأسعار: وهي عملية السماح بتحديد معظم الأسعار في الأسواق الحُرَّة وتخفيض العوائق أمام التجارة التي أوقفت الربط مع هيكل الأسعار في اقتصاديات السوق العالمي.
- الاستقرار الاقتصادي الكلِّي: بحيث يبقى التضخم تحت السيطرة وتخفيفه مع مرور الوقت. فبعد الانفجار الأولي للتضخم المرتفع الذي نجم عن الليبرالية وتحرير الطلب المقيد أو الحاجات الحبيسة. تتطلب هذه العملية الانضباط في موازنة الدولة ونمو النقود والائتمان (يعني، انضباط في السياسة المالية والنقدية) والتقدم باتجاه توازن مستدام في المدفوعات.
- إعادة الهيكلة والخصخصة: وهي إنشاء قطاع مالي نشِط حيوي وإصلاح المشاريع في هذه الاقتصادات لتمكينها من إنتاج البضائع التي يمكن بيعها في الأسواق الحُرَّة ونقل ملكيتها إلى القطاع الخاص.
- إصلاحات قانونية ومؤسساتية: لإعادة تحديد دور الدولة في هذه الاقتصادات، وتعزيز دور القانون، وإدخال سياسات تنافسية ملائمة.

وفقاً لبعض كتاب صندوق النقد الدولي (Oleh Havrylyshyn and Thomas Wolf)، تتضمن المرحلة الانتقالية عموماً مايلي:

- تحرير النشاط الاقتصادي، والأسعار، وعمليات السوق، بالترافق مع إعادة توزيع الموارد نحو استخداماتها الأكثر كفاءةً؛
- تطوير أدوات غير مباشرة موَجَّهة نحو السوق للاستقرار الاقتصادي الكلي؛
- تحقيق إدارة مشاريع فعالة وكفاء اقتصادية، عادة من خلال الخصخصة؛
- فرض قيود موازنة قاسية تُقَدِّم حوافز لتحسين الكفاءة؛
- ووضع إطار مؤسساتي وقانوني لضمان حقوق الملكية، وقواعد القانون، وتعليمات شفافة لدخول السوق.

بينما طَوَّر البنك الأوروبي للتعمير والتنمية الـ EBRD مجموعة من المؤشرات لقياس التقدم في العملية الانتقالية. وأول ما وضع نظام التصنيف خاصته كان في تقرير الانتقال لعام ١٩٩٤، المُحدَّث في تقارير لاحقة. تتضمن مؤشرات الانتقال الكلية للـ EBRD مايلي:

- الخصخصة واسعة النطاق،
- الخصخصة ضيقة النطاق،

- **الحوكمة**[1] وإعادة هيكلة المشاريع والشركات،
- تحرير الأسعار؛
- نظام للتجارة وتبادل العملات،
- سياسة تنافسية،
- إصلاح مصرفي وتحرير أسعار الفائدة،
- أسواق للأوراق المالية ومؤسسات مالية غير مصرفية،
- إصلاح البنية التحتية.

يمكن أن تكون مسارات الانتقال مختلفة في خصوصياتها. فبعض البلدان خاضت إصلاح السوق لعقود عديدة، بينما يعتبر البعض الآخر حديث العهد بهذه الإصلاحات (مثل: جمهورية مقدونية، وصربيا، ومونتينيغرو). تترافق الإصلاحات في بعض الحالات من الحِراك السياسي، كما في رومانيا وغيرها، أو انهيار في بعض الحكومات (مثل الاتحاد السوفيتي)، أو إعلان استقلال، (كرواتيا)، أو تكامل مع بلد آخر (المانيا الشرقية والغربية). بينما يتم تبني الإصلاحات في حالات أخرى من قِبَل حكومات ضاغطة مع تغيير سياسي بسيط (كما في الصين، ولاوس، وفيتنام). كما تختلف مسارات الانتقال في ضوء مدى التخلّي عن التخطيط المركزي (مثلاً، تنسيق عالي المركزية بين ولايات الكومونويلث الـ CIS) ومدى نطاق جهود التحرير المبذولة (مثلاً: المحدودة نسبياً في رومانيا).

حسب تقرير البنك الدولي '١٠ سنوات من الانتقال': "يُقدِّم التشتت الواسع في إنتاجية العمالة ورأس المال عبر أنواع المشاريع مع بداية الإنتقال ثم تآكل هذه الفروقات بين القطاعات القديمة والجديدة خلال الإصلاح تعريفاً طبيعياً لانتهاء المرحلة الانتقالية". أعطى Vito Tanzi تعريفاً بأن الانتقال إلى اقتصاد السوق لايكتمل لحين عمل وظائف المؤسسات المالية ووضع برامج معقولة وقابلة للتحمل، بما فيها شبكات الأمان الاجتماعية لغير العاملين، والمرضى، وكبار السن. وينبغي تمويل برامج الإنفاق هذه من الإيرادات العامة من الضرائب دون فرض أعباء كبيرة على القطاع الخاص.

أما البلدان التي تمر بمراحل انتقالية فهي تتضمن بلداناً من أوروبة الوسطى والشرقية والاتحاد السوفييتي السابق، إضافة لذلك يشمل مصطلح الاقتصاديات الانتقالية سياقاً أوسع، ليشمل بلداناً

[1] يُلاحظ استخدام الحوكمة كواحدة من مؤشرات الإنتقال الاقتصادي.

خارج أوروبا، ناشئة من اقتصاد اجتماعي أمري باتجاه اقتصاد مرتكز على السوق (مثل الصين). أكثر من ذلك، يشير هذا المصطلح بالمفهوم الواسع إلى كل البلدان التي تحاول تغيير عناصرها البنيوية باتجاه أساسيات أسلوب السوق. ويمكن أن يتضمن أصل المصطلح الوضع مابعد الحالة الاستعمارية، في اقتصاد ذي أسلوب آسيوي شديد التنظيم.

إضافة لذلك، عام ٢٠٠٢، شَمَّل البنك الدولي كُلاً من البوسنة والهرسك، والجمهورية الفدرالية اليوغسلافية (لاحقاً صربيا ومونتينيغرو) كإقتصاديات انتقالية. ثم جمهورية كوسوفو عام ٢٠٠٩ كآخر البلدان المنضمة إلى الاقتصاديات الانتقالية. دراسات أُخرى تتضمن كذلك منغوليا وإيران، كمثال حالي، في المراحل الأولية للاقتصاد الانتقالي.

يمكن اعتبار أن /٨/ بلدان انضمت مؤخراً إلى الاتحاد الأوروبي في ١ أيار ٢٠٠٤ قد أتمت العملية الانتقالية منها (جمهورية تشيكيا، إستونيا، هنغاريا، لاتفيا، ليتوانيا، بولندا، سلوفاكيا، سلوفينيا).

الاقتصاديات الانتقالية هي فرع خاص من الاقتصاديات يتعامل مع الانتقال من اقتصاد مخطط إلى اقتصاد السوق. وأصبح هاماً خاصةً بعد انهيار الشيوعية في أوروبة الشرقية. تبحث الاقتصاديات الانتقالية في مدى الإصلاح الذي ينبغي حدوثه باتجاه الرأسمالية والديمقراطية. هنالك عادة وجهتا نظر: إحداهما تؤيد الانتقال السريع والأخرى تؤيد الانتقال التدريجي.

١١-٢ الأسواق الناشئة:

البلدان ذات الأسواق الناشئة هي تلك ذات نشاط أعمال أو اجتماعي ضمن عملية النمو والتصنيع السريع. وهنالك حالياً مايقارب ٢٨ سوقاً ناشئة في العالم، أكبرها الصين والهند. وقد يجد البعض أن هذا المصطلح بات قديماً، لكن ليس هنالك مصطلح بديل له تلك الجاذبية. وتعتبر منطقة آسيان – والصين للتجارة الحُرَّة التي تم تفعيلها في ٢٠١٠/١/١ كأكبر سوق إقليمية ناشئة في العالم.

في سبعينيات القرن الماضي، انتشر مصطلح الدول الأقل نمواً من الناحية الاقتصادية (LEDCs) بالنسبة للأسواق التي كانت أقل "تطوراً" (من حيث المقاييس الموضوعية والشخصية) من دولٍ متقدمة كالولايات المتحدة، وأوروبة الغربية، واليابان. كان من المتوقع أن تقدم هذه البلدان قدرة أكبر على تحقيق أرباح، لكنها أكثر خطورة من عدة نواحٍ وعوامل. وشعر البعض أن هذا المصطلح بأنه

غير كاف من الناحية الإيجابية، ما أدَّى إلى ولادة عِبَارة "السوق الناشئة". لكن هنالك بعض التشويش في هذا المصطلح من حيث عدم وجود ضمان لانتقال بلد ما من حالة "الأقل تطور" إلى "أكثر تطور"؛ وعلى الرغم من أن تلك هي النزعة العامة في العالم، إلا أن هنالك بلداناً (كالأرجنتين) يمكنها الانتقال من حالة "أكثر تطور" إلى "أقل تطور".

ومع شهرة هذا المصطلح بشكل أصلي في ثمانينيات القرن العشرين، خاصة من قِبَل الاقتصادي في البنك الدولي Antoine van Agtmael 1981، تم استخدامه في بعض الأحيان بشكل غير دقيق كبديل "للاقتصادات الناشئة"، لكن للإشارة فعلياً إلى ظاهرة في عالم الأعمال لم تتم تغطيتها بشكل كامل أو تقييدها بنطاق جغرافي أو قوة اقتصادية معينة؛ يعني، كالبلدان التي تُعتبر في مرحلة انتقالية بين النامية والمتقدمة. تتضمن الأمثلة عن الأسواق الناشئة بلداناً مثل إندونيسيا، وإيران، وبعض دول أمريكا اللاتينية، وبعض دول جنوب شرق آسيا، ومعظم دول أوروبة الشرقية، وروسيا، وبعض دول الشرق الأوسط، وأجزاء من أفريقيا. وبالتأكيد على الطبيعة المرنة لهذه الفئة، يُعَرِّف بعضهم السوق الناشئة "على أنه البلد الذي تعتبر الشؤون السياسية فيه مهمة بقدر الاقتصادية، على أقل تقدير، بالنسبة للسوق.

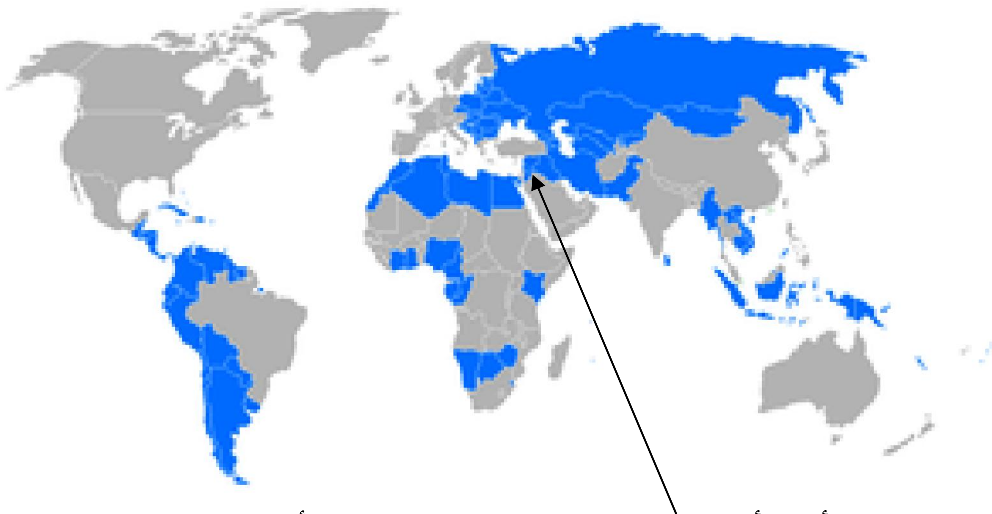
وحيث أن هنالك إسهاباً في الأبحاث حول الأسواق الناشئة في الأدبيات، وبينما وصَّف كثير من الباحثين النشاط في بلدان مثل الهند والصين وكوريا (انظر: Takao Kato and Chery Long, 2005; Bernard S. Balack et al. 2006; B. S. Balack and Vikramaditya S. Khanna, 2007)، إلاّ أن القليل منها تناول كيفية نشوء وتطور السوق. عرّف مركز مجتمعات المعرفة في تقرير الاقتصاد الناشئ لعام ٢٠٠٨ الاقتصادات الناشئة بأنها "تلك الأقاليم من العالم التي تشهد نمواً معرفياً سريعاً في ضوء التصنيع المحدود أو الجزئي". ويبدو أن الأسواق الناشئة تتموضع في نقطة تقاطع بين سلوك المستهلك غير التقليدي، وظهور مجموعات مستهلكين جدد، وتبنِّي المجتمعات للمنتجات والخدمات، والابتكارات في تكنولوجيا ومِنَصَّات المنتَج.

استُخدِم مصطلح "الاقتصادات سريعة النمو" للإشارة إلى الأسواق الناشئة مثل الأمارات العربية المتحدة وتشيلي وماليزيا التي تختبر نمواً سريعاً.

كما ظهرت مصطلحات جديدة أخرى تصف البلدان النامية الكبيرة مثل (BRIC) التي تعني البرازيل وروسيا والهند والصين، كذلك BRICET (BRIC+أوروبة الشرقية وتركيا)، وBRICS (أي،

BRIC+جنوب أفريقيا)، و BRICM (تعني BRIC+المكسيك)، و BRICK (تعني BRIC+كوريا الجنوبية)، ومجموعة الإحدى عشرة التالية: (بنغلادش، مصر، أندونسيا، إيران، المكسيك، نيجيريا، باكستان، فلبين، كوريا الجنوبية، تركيا، فيتنام)، و CIVETS (أي كولومبيا، إندونيسيا، فيتنام، مصر، تركيا، وجنوب أفريقيا). ويمكن للبعض القول أن هذه البلدان لا تشترك بأية خطة موحَّدة أو شائعة، لكن يعتقد بعض الخبراء أنها تتمتع بدورٍ متنامٍ في الاقتصاد العالمي والبرامج والخطط السياسية.

شكل 1: البلدان النامية التي ليست جزءاً من الدول الأقل نمواً، ولا من الدول الصناعية الجديدة



يَظهر من الشكل أعلاه أن سورية تقع ضمن هذه المجموعة من الأسواق الناشئة.

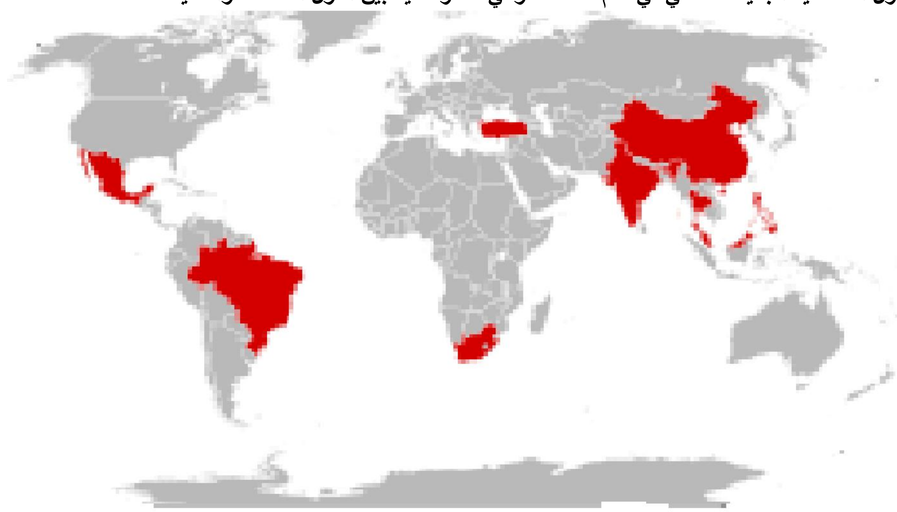
على كلٍّ، هنالك عدد كبير من البحوث التي تجري في جامعات رائدة لدراسة وفهم المعالم الرئيسية المختلفة للأسواق الناشئة؛ مثلاً كإدارة سلسلة التوريد.

وحيث من الصعب وضع قائمة دقيقة للأسواق الناشئة (أو المتقدمة)؛ تميل مصادر معلومات الاستثمار مثل ISI Emerging Markets and The Economist، أو واضعي مؤشرات السوق (مثل: Morgan Stanley Capital International) لتكون من أفضل الإرشادات في هذا المجال. هذه المصادر جيدة من الناحية المعرفية، لكن تقود طبيعة مصادر معلومات الاستثمار إلى مجموعتين اثنتين. الأولى: هي عنصر تاريخي؛ أي يمكن الحفاظ على الأسواق في مؤشر للاستمرار، حتى ولو تطور البلد فيما بعد مرحلة السوق الناشئة مثل كوريا الجنوبية وتايوان. الثانية: هي التبسيط في وضع مؤشر؛ وبحيث تكون البلدان الصغيرة، أو البلدان ذات سيولة

محدودة في السوق غير متضمنة في المؤشر على الأغلب، عند أخذ جيرانها الأضخم بعين الاعتبار.

ويمكن ترتيب الدول ذات أكبر الأسواق الناشئة حسب التسلسل الأبجدي (BEM) كمايلي: البرازيل، الصين، مصر، الهند، أندونيسيا، المكسيك، الفلبين، بولندا، روسيا، جنوب أفريقيا، كوريا الجنوبية، تركيا. والبلدان الصناعية الجديدة هي الأسواق الناشئة التي لم تصل اقتصاداتها إلى حالة البلدان في العالم الأول المتقدم، لكنها، من ناحية الاقتصاد الكلي، سبقت أقرانها من الدول النامية.

شكل 2: الدول الصناعية الجديدة كما هي في عام ٢٠١٠، وهي فئة وسطية بين الدول المتقدمة والنامية



في بحث عن تعريف أكثر وضوح للأسواق الناشئة، خلُصَت مجموعة الـ FTSE إلى تصنيفها في ثلاث مجموعات لما كان يُعرف بأنه اقتصادات العالم الثالث وهي: الناشئة المتقدمة، والناشئة الثانوية، والأسواق ذات الحدود المغلقة (التي لديها أسواق مالية للتبادل، لاشئ آخر يُذكر، أو لديها أسواق مالية وليدة)[١].

لذلك من أجل تحديد أكثر، ابتكرت Farida Khambata 1992 من منظمة التمويل العالمية IFC مصطلح اقتصادي هو الأسواق ذات الحدود (أو الأسواق المغلقة FMs). يستخدم لوصف مجموعة فرعية من الأسواق الناشئة (Ems) بشكل شائع. وتتصف أسواق الحدود FMs بأنها قابلة

---

[1] **Ins and outs** Acronyms BRIC out all over, The Economist: Sep 18th 2008 | from PRINT EDITION, Copyright © The Economist Newspaper Limited 2010. All rights reserved.

للاستثمار فيها لكن لديها رسملة وسيولة أقل مما لدى الأسواق الناشئة الأكثر تطوراً. غالباً ما يرغب المستثمرون تعقُّب هذا النوع من أسواق الملكية ذات الحواجز الحدودية بحثاً عن عوائد مرتفعة، وطويلة الأمد، وذات ارتباط أقل بباقي الأسواق[١].

كما يمكن تقسيم الأسواق حسب رسملة السوق إلى ٦ شرائح شائعة هي:

- كبيرة الضخامة: فوق ١٠٠$ بليون،
- الضخمة: بين ١٠$ بليون و١٠٠$ بليون،
- المتوسطة: بين ١$ بليون و١٠$ بليون،
- الصغيرة: بين ١٠٠$ مليون و١$ بليون،
- الميكروية: بين ١٠$ مليون و١٠٠$ مليون،
- نانوية: تحت ١٠$ مليون.

ينبغي أن يخضع هذا التقسيم لإعادة تقويم كل عقد على أكثر تقدير لأخذ التغيرات في عوامل التضخم، والسكان، والتقويم الكلي للسوق، والبلدان.

من التقسيم أعلاه يمكن لحظ أن سوق دمشق يعتبر سوق وليد (نانو) حيث بلغ حجم رسملة السوق (free float) في ٢٠٠٩/١٢/٣١ حوالي (٥٨.٨٤) مليون ل.س، وفي ٢٠١٠/١٢/٣٠ حوالي ١٤٤.٣٦ مليون ل.س[٢].

وبالنسبة للأسواق الناشئة القريبة، احتلت سوق استنبول (تركيا) المرتبة /١٥/ بدرجة /٥٣.٨٣/ على مؤشر ماستر كارد للأسواق الناشئة، كذلك تونس المرتبة /٤٠/ بدرجة /٤٦.٥/، والقاهرة المرتبة /٤٤/ بدرجة /٤٦.٢٤/، أنقرة المرتبة /٥٠/ بدرجة /٤٤.٣٨/، وبيروت المرتبة /٦٠/ بدرجة /٤١.٠٤/.

وينطوي وصف بلد ما على أنه ذو سوق مغلق، بأن هذا السوق سيصبح أكثر سيولة وسيُبدي خصائص خطر وعوائد مماثلة لباقي الأسواق الناشئة الأكبر وذات السيولة الأعلى مع مرور الوقت.

---

[1] FTSE Glossary: Frontier Markets, Copyright © FTSE 2010, www.ftse.com/Research_and_Publications/FTSE_Glossary.jsp, as at 25/01/2011.

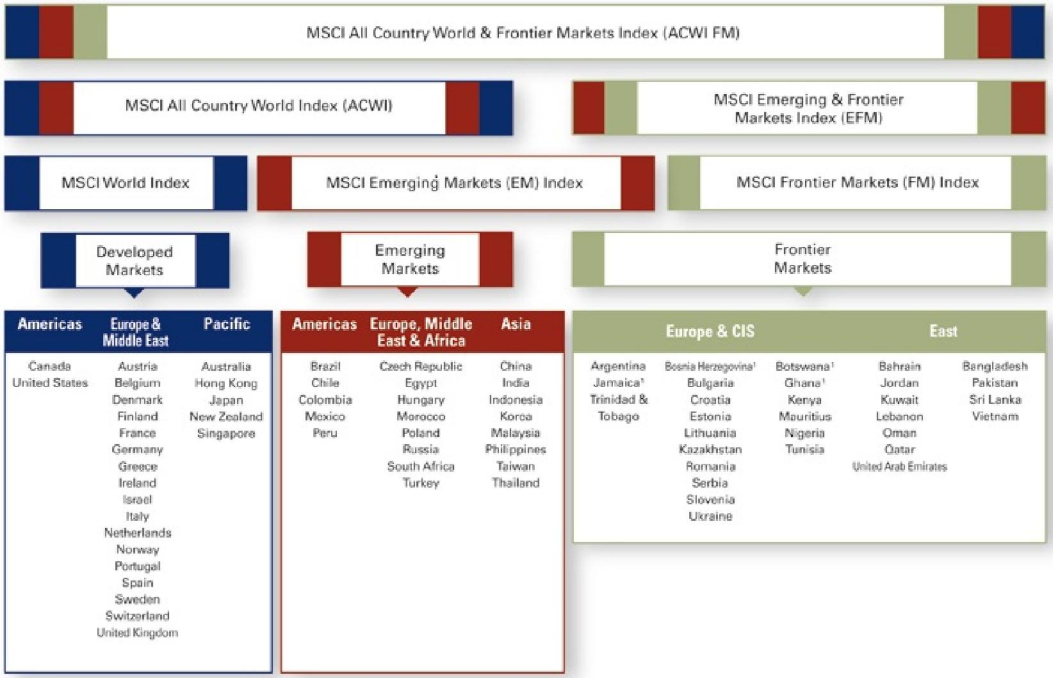
[٢] المصدر: ملخص التداول اليومي لسوق دمشق في ٢٠٠٩/١٢/٣١ و٢٠١٠/١٢/٣٠ على التوالي.

بدأ استخدام المصطلح FMs مع بدء قاعدة بيانات الأسواق الناشئة لدى IFC، تقودها Farida Khambata بنشر بيانات عن أسواق أصغر في ١٩٩٢. وضعت Khambata مصطلح "الأسواق المغلقة FMs" لهذه المجموعة من المؤشرات. اشترى Standard and Poor`s قاعدة البيانات هذه من الـ IFC عام ١٩٩٩ وأدخل في عام ٢٠٠٧ أول مؤشر قابلية للاستثمار، وهو مؤلف من أكبر ٣٠ شركة من ١١ بلد من هذه الأسواق. ويمكن اختيار النسخة الموسَّعة لهذا المؤشر (مؤلفة من ١٥٠ شركة من ٢٧ بلداً). تبنَّت MSCI Barra مؤشر للسوق المغلقة ينافس سابقه، كما أدخل Deutsche Bank أول صندوق تبادل للأسواق المغلقة في مطلع عام ٢٠٠٨ في سوق لندن للتبادل. ولهذا النوع من الأسواق رسملة صغيرة نسبياً و/أو عائد سنوي و/أو قيود مفروضة على السوق قد لاتتلاءم مع الأسواق الناشئة الأكبر لكنها، رغم كل شيء، "فهي أثبتت انفتاحاً نسبياً وإمكانية للوصول إلى المستثمرين الأجانب" وهي ليست تحت "عدم استقرار سياسي واقتصادي شديد". ويمكن تصنيف أعضاء هذا النوع من الأسواق في ثلاث مجموعات: أ) بلدان صغيرة ذات مستويات تطور أو تنمية مرتفعة نسبياً (مثل إستونيا)، لكنها صغيرة إلى حدٍّ لاتعتبر أسواقاً ناشئة؛ ب) بلدان ذات قيود على الاستثمار بدأت تخفف من هذه القيود مع أواسط عام ٢٠٠٠ (مثل دول التعاون الخليجي)؛ بلدان ذات مستوى تطور أقل من الاتجاه السائد للأسواق الناشئة (مثل فيتنام وكينيا).

ظهر مصطلح الأسواق ماقبل الناشئة، وهو مصطلح قياسي للأسواق المالية الأصغر و/أو الأقل تطوراً – إلا أنها ما تزال قابلة للاستثمار فيها – من العالم النامي. وهو مصطلح مرادف لما بات يُعرف بالأسواق ذات الحدود (أو المغلقة FMs). وكما ذكر الباحث من قبل بأن البلدان التي تشكل قائمة بهذه الأسواق هي موضع جدل، ومتغيرة – بتعريفها. ويُتوقع من تعريفها أن ترتقي البلدان من هذه الفئة إلى بلدان الأسواق الناشئة تدريجياً، وستزداد رسملة أسواقها والناتج المحلي الإجمالي، كما ستتحسن سيولتها مع مرور الوقت.

على كل تبقى مقارنة الأسواق الناشئة على درجة كبيرة من الصعوبة، كما في مقارنة مدن مثل موسكو وسانت دومينغو وشانغهاي، بحيث تبقى المقارنة ذات معنى وصلة.

شكل 3: مؤشر MSCI للأسواق العالمية



1. The MSCI Bosnia Herzegovina Index, the MSCI Botswana Index, the MSCI Ghana Index, and the MSCI Jamaica Index are currently stand-alone country indices and are not included in the MSCI Frontier Markets Index. The addition of these country indices to the MSCI Frontier Markets Index is under consideration

على كُلٍّ، بالنسبة لسورية، يمر الاقتصاد السوري بمراحل إصلاحية أي هو اقتصاد انتقالي، وسوق دمشق للأوراق المالية هي سوق صغير نسبياً في طور النشوء (وليد). يتضح من الشكل أعلاه أن سورية غير متضمنة في هذا المؤشر، وهذا ما يؤكد على أهمية العمل الأكاديمي والمؤسساتي لتضمين سوق دمشق ضمن نظم التصنيف العالمية، بما فيها المتعلقة بالأسواق الناشئة وحوكمة الشركات فيها.

١١-٣ صفات بيئة حوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة:

تتصف بيئة حوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة إما بعدم وجود أسواق مالية، أو بوجود أسواق غير كفوءة، وعقود غير مكتملة، وإدارة عامة بدائية، وإطار تشريعي أقل تطوراً، وملكيات مُركَّزة ونسبة مرتفعة من الأمِّيَّة[١]. تَتَسبب هذه الفجوة بين الدول المتقدمة وتلك التي مازالت اقتصاداتها في مراحلها الانتقالية بإحداث فروق في تطبيق النظريات الإدارية المختلفة كالنظرية الكلاسيكية الجديدة، ونظرية الوكالة، ونظرية المدير steward التي تقول بعدم وجود تكاليف وكالة بين المالك (حملة الأسهم) والوكيل (الإدارة) وأن مصالح الإدارة وحملة الأسهم وجهان لعملة واحدة فلا حاجة لتحفيز أو معاقبة الإدارة بشأن مسألة توليد القيمة لحملة الأسهم (Saradar Islam, Ray Anderson, p: 41).

كما تشير الدراسات إلى وجود قضايا وتحديات ينبغي مراعاتها و/أو مواجهتها عند التعامل مع حوكمة الشركات في البلدان ذات الأسواق الناشئة أو الاقتصادات الانتقالية عن غيرها من البلدان المتقدمة أغلبها تتعلق بخصائص بيئة الحوكمة والتي من أهمها (Elena Miteva, p: 7-11):

١- تَرَكُّز هياكل الملكية، وانتشار الرقابة العائلية للمؤسسين وورثتهم في الشركات الصغيرة والمتوسطة وحتى في الكبيرة منها غير المُدرجة. ولُوحِظ تميُّز الهياكل المُركَّزة بتداخلها بين الشركات والقطاعات المختلفة وثباتها على مدى السنوات الأخيرة مستقرة بيد إما حامل أسهم رئيسي أو بين أكبر خمسة مساهمين في شركة معينة. من جهة أخرى لايستطيع المساهمون الصغار الخارجيون امتلاك إلا حصصاً صغيرة نسبياً من أسهم الشركات المطروحة للاكتتاب العام. فالممارسة السائدة هي أن يقوم المساهمون الرئيسيون بالاستفادة مما يسمى "بالمنافع الخاصة للتحكم" وذلك لرفع حقوق ملكيتهم وسيطرتهم على الشركة لصالحهم الشخصي،
٢- التمويل المرتكز على البنوك بشكل أساسي، أكثر منه على الأسواق المالية.
٣- أسواق مالية ناشئة أو في طور النشوء،
٤- ضعف فعالية سوق الحوكمة والاستحواذ، الذي تعمل فيه آليات الحوكمة الخارجية،

---

[١] حوالي /٢٤.٢٣%/ وسطيا في الدول العربية، تم حسابه من قبل الباحث، انظر جامعة الدول العربية، الأمانة العامة، القطاع الاقتصادي، إدارة الإحصاء وقواعد المعلومات؛ "الدول العربية أرقام ومؤشرات" العدد الثاني ٢٠١٠.

٥- ضحالة الأسواق المالية فيها، بالتالي ضعف السيولة والقدرة على التسييل بسبب غلبة كبار المساهمين، حيث يهتم المساهمون المؤسساتيون مثلاً بالاستثمار أكثر من المضاربة بأسهم الشركات كالمستثمرين الفرديين،

٦- قلة عدد الشركات الكبيرة ذات الأسهم الجيدة (أي ما يسمى Blue chips)،

٧- التقاليد والأعراف والقوانين السائدة ونماذج الإلزام،

٨- وجود مستوى واحد لمجالس الإدارة على الأغلب (أي من طبقة واحدة، استثناء من ذلك: الصين على سبيل المثال)،

٩- المكافآت غير الملائمة وغير المرتبطة بشكل فعال بالأداء للمدراء وأعضاء مجالس الإدارة في شركات هذه الأسواق.

المبحث الثاني: نماذج حوكمة الشركات وخصائصها وتجارب بعض الدول

هنالك كم متنامٍ من الأدبيات – التي هي صدى لأدبيات "تباين الرأسمالية" – يشكّل تناقضاً في نماذج الحوكمة في البلدان المختلفة.

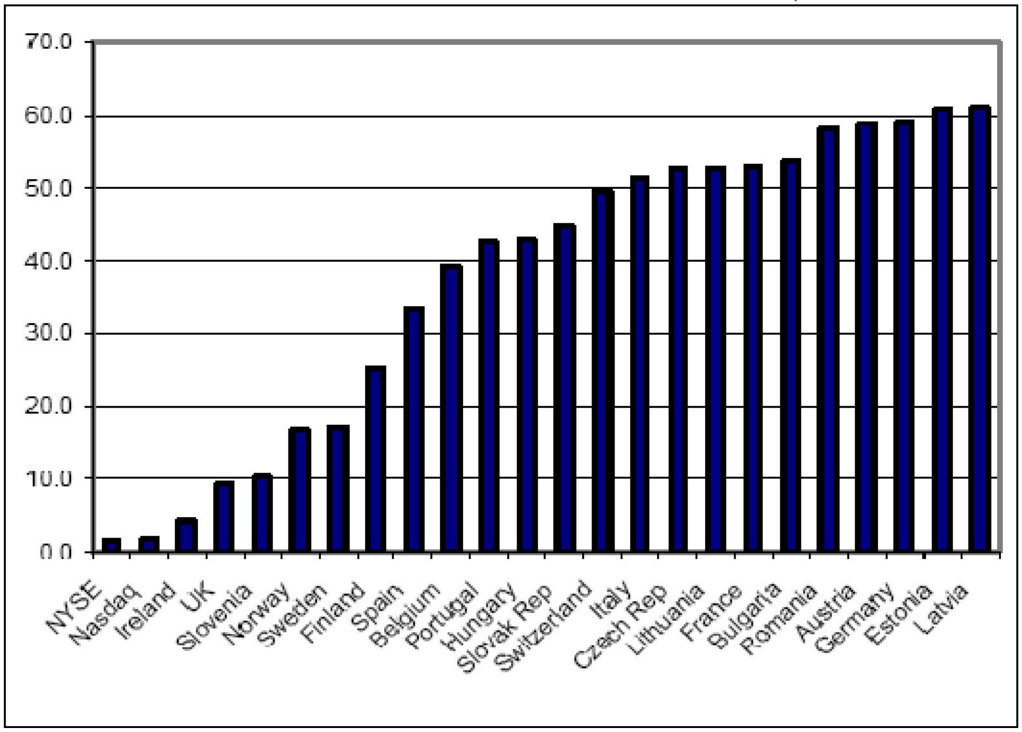
مع اختلاف عمل آليات حوكمة الشركات من بلد لآخر، يُصنِّف بعض الباحثين النظم المالية ضمن فئتين واسعتين تختلفان في تركيبتهما الأساسية، هما: النظام المرتكز على أساس السوق (إيمان أحمد عزمي، ٢٠٠٥، ص: ٤١٤) ممثلاً بالنظم البريطانية والأمريكية، والنظام المرتكز على البنوك كما في ألمانيا واليابان. وأحياناً يكون الفرق بين هذين المدخلين واضحاً بالنظر إلى مفهومهما لحوكمة الشركات. ويضع اختلاف مسارات نشوء وتطور هذه النظم المالية البلدان في أماكن مختلفة من طيف مؤسسة السوق هذه بحسب طبيعتها الاقتصادية والقوى التاريخية والسياسية التي تصيغ مجتمعاتها (Rajesh Chakrabarti, p: 26).

ويشير بعض الباحثين[١] إلى أن حوكمة الشركات وقيمة الشركة والعلاقة التي تربط بينهما تختلف بين البلدان المتطورة اقتصادياً وتلك التي في طور النمو والنشوء تبعاً للاختلافات في الظروف الاجتماعية والاقتصادية، وأسواقها، ومؤسساتها وأُطرها التشريعية.

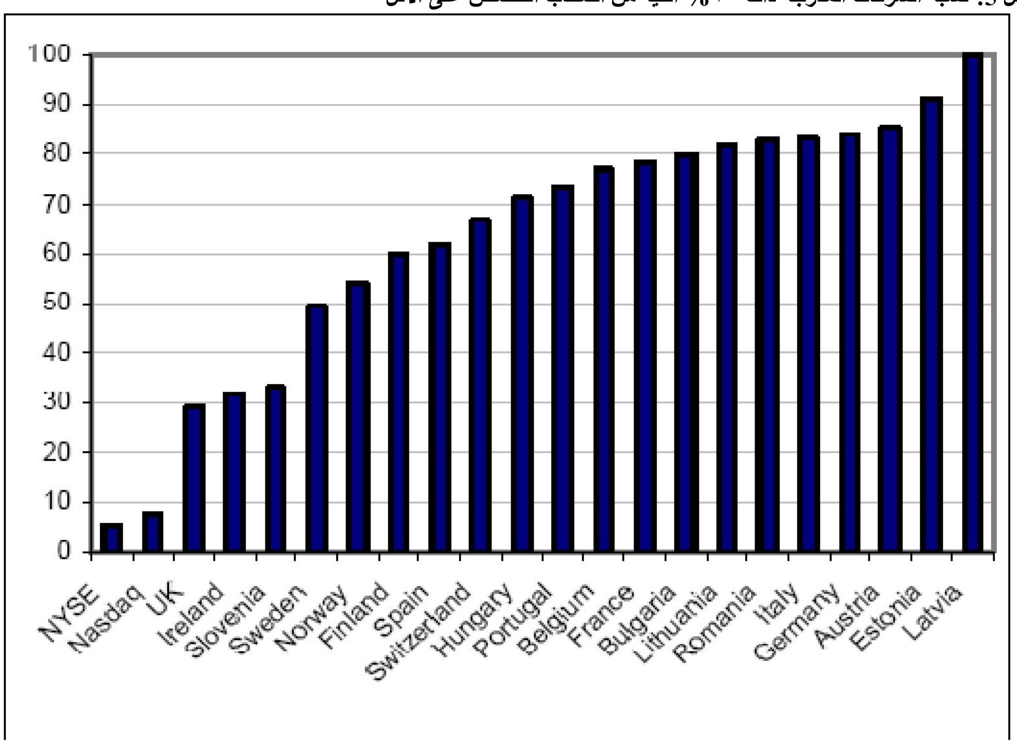
كذلك فإن الحاجة لإصلاح التشريعات بشأن حوكمة الشركات قد تختلف من بلدٍ إلى آخر باختلاف هياكل الملكية والسيطرة. لذلك يمكن أن يكون إلقاء الضوء على تركُّز الملكية والسيطرة وهياكلها مفيداً لفهم نشأة النماذج المختلفة وبيئاتها التشريعية المختلفة.

[1] Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, ssrn-id989286, p: 12 – 15.

شكل 4: نسبة الشركات المُدرجة التي تسيطِر عليها أغلبية (في النموذج الأنجلو ساكسوني والقاري الأوروبي بما فيهم بعض الاقتصادات الإنتقالية الأوروبية)



شكل 5: نسبة الشركات المدرجة ذات ٢٥ % أقلية من أصحاب الحصص على الأقل



المصدر : Marina Martynova and Luc Renneboog 2005, p:19.

يقدِّم هذا المبحث مراجعة أدبية جوهرية حول نماذج حوكمة الشركات السائدة حول العالم وميزات كل منها. كما تُبَيِّن هذه المراجعة القيود على الأدبيات الحالية ومحدوديتها في سورية حول نماذج حوكمة الشركات الملائمة للسوق المحلية والحاجة لمزيد من الدراسات في هذا المجال. أهم القيود على الأدبيات الحالية هي ندرة الدراسات التي تقدم نموذجاً شاملاً للحوكمة على مستوى الشركات في السوق المحلية والأسواق المجاورة ما يدعو إلى البحث في نماذج الحوكمة العالمية وتلك التي لدى الاقتصاديات الانتقالية أو الأسواق الناشئة ودراسة العوامل والخصائص المميزة لها لاستخلاص النموذج الأكثر ملائمة لسوق ناشئة أو في طور النشوء – إذا صح التعبير– كسوق دمشق للأوراق المالية.

يمكن للباحث تقسيم نماذج الحوكمة وفق عدّة أسس، منها: حسب تركُّز الملكية، وآلية السيطرة وتقسيم الـ OECD حسب الملكية والسيطرة، كما سيأتي البحث إلى ذكره فيما يلي:

١–تقسيم نماذج الحوكمة وفق تركُّز المُلْكية:

١– ١ نموذج الخارجيين

تعتمد المنشآت في نظم الخارجيين ذات الملكية المُشتَّتة على الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة، لمراقبة السلوك الإداري والإشراف على بقائه تحت السيطرة. ويميل أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى الإفصاح بشكل واضح وبدرجة متساوية عن المعلومات، وتقييم الأداء الإداري بشكل موضوعي، وحماية مصالح وحقوق المساهمين بقوة. ونتيجة لهذا، تُعتبر نظم الخارجيين أكثر قابلية للمساءلة وأقل فساداً، وتميل نحو تعزيز السيولة في الأسواق المالية.

وعلى الرغم من تلك المزايا، فإن الهياكل ذات الملكية المشتتة لها نقاط ضعف معينة إذ يميل المُلاَّك المُشتَّتون إلى الاهتمام بتعظيم الأرباح في الأجل القصير. ومن ثم فإنهم يتجهون إلى الموافقة على السياسات والاستراتيجيات التي تنشأ عنها مكاسب في الأجل القصير، لكنها قد لاتعمل بالضرورة على تشجيع الأداء طويل الأجل للشركة. وقد يؤدي هذا في بعض الأحيان إلى إثارة الخلافات بين أعضاء مجلس الإدارة وأصحاب الشركات، وإلى تواتر تغيرات في هيكل الملكية

نظراً لأن المساهمين قد يرغبون في التخلي عن استثماراتهم على أمل تحقيق أرباح أكثر ارتفاعاً في مكان آخر، وكِلا الأمرين يؤدي إلى إضعاف استقرار الشركة.

ربما لا يتوافر لصغار المستثمرين سوى حافز أقل لمراقبة قرارات مجلس الإدارة بيقظة وحرص، ولمحاسبة أعضاء مجلس الإدارة عن مسؤولياتهم. ونتيجة لهذا فقد يظل أعضاء الإدارة الذين يؤيدون اتخاذ تلك القرارات غير الصائبة في مناصبهم، بينما تكون مصلحة الشركة في التخلص منهم (كاترين ل. كوشتا هلبلينج، جون د. سوليفان، ف١، CIPE، ٢٠٠٣، ص:١٠).

وفيما يلي أهم نموذج للخارجيين في الحوكمة:

١-١-١ النموذج الأنجلوساكسوني EMS (أمريكا، بريطانيا، كندا، ايرلندا)

تتصف سيطرة حملة الأسهم بتشتتها بشكل خاص في الولايات المتحدة وبريطانيا. فنسبة كبيرة من السكان يملكون أسهماً. حيث أن حوالي ٢/١ من الراشدين الأمريكيين يمتلكون أسهماً في الشركات. ويتم تمويل أنشطة الشركات في النموذج الأنجلوساكسوني من خلال إصدار الأسهم بشكل أساسي. لذلك تم تصميم هذا النموذج لحماية حقوق حملة الأسهم بالأساس؛ ولذلك يكون تأثير الدائنين أقل أهمية نسبة لأقرانهم في القارة الأوروبية والآسيوية (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, Op Cit, p: 155).

كما أن السيطرة على التصويت تتصف بأنها ليست مُتركِّزة بيد القلة. والسلطة النهائية لتحديد استراتيجية الشركة وتعيين أعضاء مجلس الإدارة تتوضع بيد عدد كبير من المستثمرين المُغْفَلين، وليس بيد مجموعة وحيدة أو قلة من المجموعات المهيمنة على المستثمرين، وهذا ما يسمَّى "بنظام الخارجيين" للسيطرة على الشركة.

يسعى الإطار التشريعي في هذا النموذج لتعظيم القيمة لحملة الأسهم. مثلاً، في نصّ لمعهد القانون الأمريكي: "ينبغي على الشركة أن تضع من ضمن أهدافها تأدية أنشطة الأعمال في ضوء تعزيز أرباحها والعائد للمساهمين"، وقد تعمل على تخصيص مقدار معقول من الموارد للرفاه العام، لكنها غير مُلزَمة بذلك. كذلك يشير القانون البريطاني بوضوح أن على مجلس الإدارة تعزيز مصالح حملة الأسهم ككل (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, Op Cit, p: 156).

وفي هذا النظام تم تعريف حوكمة الشركات على أنها القواعد والمؤسسات التي تحدِّد السيطرة وإدارة الشركة والعلاقات بين صانعي القرار الأساسيين. لذلك فإن التركيز الأساسي لحوكمة الشركات هو تعريف العلاقة بين ثلاثة أطراف في الشركة: حملة الأسهم، ومجلس الإدارة، وإدارة الشركة بغرض تعظيم القيمة لحامل الأسهم. وهذا المفهوم الضيق هو ضمن جوهر مبادئ الـ OECD لحوكمة الشركات. ويسمى هذا المدخل الذي يركِّز على مصالح حملة الأسهم بشكل محوري *'بنموذج حملة الأسهم'* أو (*نموذج هيمنة الإدارة*) (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, Op Cit, p: 156).

لدى الإدارة في هذا النموذج السيطرة على اتخاذ القرارات، وقد تكون هذه القرارات لمصلحتهم الخاصة وبشكل متكرر، ما قد يزيد من المبالغة بالاستثمار وصولاً إلى مرحلة ما يسمى "بناء الإمبراطوريات". وتُفَضِّل الإدارة تضخيم الشركة لأن هذا يعزز من سلطات الإدارة وقدرتها. بالتالي، سيتم القيام بالاستثمارات في حالات معيَّنة حتى في مرحلة انخفاض الربحية أو كان مؤشر الربحية سالباً. وبالرغم من أن المبالغة بالإستثمار سيعطي سيطرة للإدارة، لكنه يقلل من ربحية حملة الأسهم لأن المدراء سيستثمرون رغم ضعف التنبؤات بالأرباح (Chatrudee Jongsureyapart, 2006, p: 37).

يحاجج مؤيدوا هذا النموذج "نموذج حملة الأسهم"، بأن الشركات في سعيها لتحقيق هدف تعظيم القيمة لحملة الأسهم فإن أداء النظام الاقتصادي ككل (بما فيه مصالح حملة الأسهم) سيتعزَّز. بينما سيحرِّف التعامل مع الاعتبارات الاجتماعية المدراء عن تحقيق الهدف أعلاه، ويُضعِف تدريجياً الملكية الخاصة من خلال القضاء على قدرات حملة الأسهم لصالح أصحاب المصالح، ما يؤدي بالتالي إلى الإساءة إلى الأداء الاقتصادي الكلِّي. يؤكِّد البعض Friedman 1962 بأن "هنالك بعض النزعات التي ستضعِف من أسس المجمتمع الحرّ في الدول الأنجلوساكسونية منها قبول مسؤولي الشركات تحمل المسؤولية الاجتماعية بدلاً من التركيز على تعظيم القيمة قدر الإمكان لحملة الأسهم" (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, Op Cit, p: 157).

على كلِّ حال، كثير من الدول التي أرادت تطوير هياكل الحوكمة لديها، لم تقم بنقل قالب النموذج الأنجلوساكسوني كما هو، بل استمرت النزعة الداخلية في الاستمرار لدى الممارسة في دول مثل اليابان.

١-٢ نماذج الداخليين

على الطرف النقيض لنظام الخارجيين، يُسيطِر عدد من المجموعات الكبيرة على الشركات في أوروبة وأمريكا اللاتينية واليابان بشكل رئيسي. والمشكلة الرئيسية في حوكمة الشركات هنا هي حماية الأقلية من حملة الأسهم، من مصادرة وتجريد ملكيتهم من قِبَل الأطراف المُسَيطِرة. في القارة الأوروبية عموماً تكون القدرة التصويتية وملكية الأسهم في الشركات المطروحة للاكتتاب العام أكثر تركُّزَاً مقارنة بحالة الـ US and UK. ففي ألمانيا فقط حوالي ٢٠% من الراشدين لديهم أسهم في الشركات. وفي هذه القارَّة تُموَّل أنشطة الشركات من خلال تسهيلات البنوك بشكل رئيسي، ويُعتبَر النظام المصرفي أحد أصحاب المصالح الرئيسيين للمنظومة الصناعية مقابل التمويل الذي يقدمه (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, Op Cit, p: 155).

تتمتع الشركات التي يتحكم فيها الداخليون بمزايا معينة. فالداخليون لديهم السلطة والحافز لمراقبة الإدارة عن كثب، وهو ما يؤدي إلى تقليل احتمالات سوء الإدارة والغش. وفضلاً عن هذا فإن الداخليين، بسبب كِبر حجم ملكياتهم وحقوق الإدارة الخاصة بهم، يميلون إلى تأييد القرارات التي تعزز أداء المنشأة في الأجل الطويل، مقابل القرارات التي تهدف إلى تعزيز المكاسب في الأجل القصير على حساب المكاسب طويلة الأجل.

على أية حال، فإن نظام الداخليين يعرِّض الشركة إلى الفشل في بعض النواحي المعينة لحوكمة الشركات. وأحدها هو أن أصحاب الشركة أو أصحاب حقوق التصويت من ذوي النِّسب المسيطِرة، يمكن أن يُرغِموا، أو يتواطؤوا مع إدارة الشركة للاستيلاء على أصول الشركة على حساب مساهمي الأقلية. تمثِّل هذه مخاطرة كبيرة عندما لا يتمتع مساهموا الأقلية بحقوقهم القانونية. ويحدث نفس الشيء، عندما يكون مديروا الشركة من كبار المساهمين أو من كبار أصحاب القوة التصويتية أو كليهما، إذ أنهم قد يستخدمون سلطتهم للتأثير في قرارات مجلس الإدارة التي قد يستفيدون منها بشكل مباشر على حساب الشركة. وتتضمن الأمثلة الشائعة: المديرين الذين يُقنِعون مجالس الإدارة بالموافقة على مُرتَّبات ومزايا باهظة لهم، أو للموافقة على شراء مستلزمات تزيد أسعارها عن المعتاد من إحدى المنشآت التي يمتلك فيها مديروا الشركات قدراً كبيراً من الأسهم أو يحصلون منها على تدفق نقدي أكبر.

هنالك طرق أخرى يمكن بها لكبار المساهمين أو كبار أصحاب حقوق التصويت أن يؤثِّروا سلباً على أداء الشركات. وتتمثل إحدى الطرق في تشجيع مجلس الإدارة للتصديق على شراء إحدى المنشآت المنافسة بغرض وحيد هو زيادة الحصة السوقية للشركة والقضاء على المنافسة. أما الطريقة الأخرى فهي إقناع مجلس الإدارة لرفض عروض استحواذ خشية فقد السيطرة على المنشأة، على الرغم من أن عملية الاستيلاء قد تعمل على تحسين أداء الشركة. ويتفاقم هذا الخطر عندما تتمتع الشركة المملوكة عائلياً، أو التي يسيطر عليها "الداخليون" بالحماية من ضغوط السوق لعدم قيدها في سوق الأوراق المالية.

وعندما تكون البنوك من بين كبار المساهمين أو أصحاب القوة التصويتية في إحدى الشركات التي تتولى إقراضها، فإن البنوك قد تواجه مشاكل تعارض المصالح التي يمكن أن تهدد مستقبل كل من البنك والشركة. وفي مثل هذا السيناريو، يكون للبنك مصلحة واضحة في استمرار الشركة، ومن ثم فإن البنك يستمر في تقديم القروض، أو إعادة جدولتها للشركة على الرغم من عدم أهلية الشركة للاقتراض. وقد يحدث هذا أيضاً إذا قرر "الداخليون" أن يستخدموا علاقاتهم بالموظفين العموميين للحصول على قروض إنقاذ يمولها الجمهور، أو التخلص من إجراءات إفلاس معينة.

باختصار، قد يعمل "الداخليون" الذين يستخدمون سلطاتهم بطريقة غير مسؤولة على ضياع موارد الشركة وتخفيض مستويات الإنتاجية. كما أنهم أيضاً يعزِّزون من تردد ورفض المستثمرين للاستثمار في شركاتهم وعدم سيولة الأسواق المالية. ثم أن الأسواق المالية الضحلة بدورها، تَحرِم الشركات من رؤوس الأموال وتمنع المستثمرين من تنويع مخاطرهم (كاترين ل. كوشتا هلبلينج، جون د. سوليفان؛ "غرس حوكمة الشركات في الاقتصادات النامية والصاعدة والانتقالية"، CIPE، ٢٠٠٣، ص:٩).

من أمثلة نماذج الداخليين مايلي:

١-٢-١ *النموذج القاري وتجارب بعض الدول التي تطبِّقه:*

يمكن وصف حوكمة الشركات في النظام القاري لأوروبة بأنها تتعلق بالمجتمع الذي يسيطر على الشركات لأغراض الرفاه الاجتماعي، لذلك يتجنب المدخل الضيق الذي يركِّز فقط على ربحية أسهم الشركات. وفق هذا المنظور يُعَرِّف Veasey 1993 الحوكمة على أنها المؤسسات التي تؤثِّر على توزع موارد وأرباح الشركة. وبالنسبة لـ O`Sullivan 2000 يشير هذا المصطلح إلى القواعد والمنظمات التي تؤثِّر على التوقعات فيما يتعلق بتوزع موارد الشركة. المقصود من ذكر هذه التعاريف هنا هو الإشارة إلى أنها لا تُرَكِّز فقط على القواعد الرسمية ومؤسسات حوكمة الشركات، لكن كذلك على الممارسات غير الرسمية التي تنشأ وتنمو في غياب و/أو ضعف القواعد الرسمية. يدمج هذا المدخل منظراً أوسع لفهم حوكمة الشركات كونها تأخذ باعتبارها المسؤولية الاجتماعية لمدراء الشركة أمام أصحاب المصالح (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, Op Cit, p: 156).

لذلك، وبشكل مغاير عن الأمريكيين، الذين مالوا إلى فصل شؤون وقضايا حوكمة الشركات عن مسؤوليتها الاجتماعية. دمج الأوروبيون واليابانيون كِلا المقولتين في النقاشات حول كيفية إدارة الشركات وتنظيمها. بالنتيجة يمكن القول بأن اختلاف نماذج الحوكمة أدى إلى اختلاف الأهداف منها (مصالح حملة الأسهم تجاه مسؤولية الشركة الاجتماعية)، ومازالت النقاشات حول أيهما أكثر كفاءةً مستمرَّة.

في القارة الأوروبية يدرك القانونيون والسياسيون بدرجات مختلفة، أن للشركات كذلك هدف بتقديم مصالح أشخاص ومجموعات أخرى أبعد من الإطار الضيق لحملة الأسهم. ومنها الموظفين، والموردين، والدائنين، والمنظمات والمجتمع المدني على المستوى الواسع، ويُشار إليهم بأصحاب المصالح. لذلك، يُرمَز إلى مدخلِهم '*بنموذج أصحاب المصالح*' وأحياناً '*نموذج هيمنة حملة الأسهم المُسيطِرين*'. إلاّ أنه من المفيد ذكره عند هذا الفاصل، أن نمو المستثمرين المؤسساتيين وصناديق التقاعد الذين يستكشفون فرص الاستثمار الدولية، منذ 1980S، يدعم نهج معايير

حوكمة الشركات الأنجلو–ساكسوني على المستوى العالمي (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, Op Cit, p: 156).

كذلك على النقيض لنموذج حملة الأسهم، تحاجج اللجنة الاقتصادية الأوروبية ECE 2003 بأن نموذج أصحاب المصالح يُسَهِّل استراتيجية رفاه الشركة طويلة الأمد، بدلاً من التصرفات الانتهازية قصيرة الأمد التي يقوم بها المدراء لإرضاء حملة الأسهم استجابة للتأرجحات في سوق الأسهم المتطاير.

على كلٍّ، تنبع كثير من الفروقات بين هذين النموذجين من الاختلافات الثقافية بين البلدان. تدعم الكثير من الدراسات التي أجراها العديد من الباحثين التفريق النظري بين بلدان الأنجلو–ساكسون، والقارة الأوروبية، وبلدان آسيا. وبيَّنت هذه المسوحات الصِّلات بين القيم الثقافية للمدراء الأنجلوساكسونيين ومدخلِهم إلى حوكمة الشركات الذي يُرَكِّز فقط على توليد القيمة لحملة الأسهم. ويمكن تخمين أن تُمارِس قيم الثقافة الفردية للبلدان الأنجلوساكسونية تأثيراً على المواقف تجاه القيام بالأعمال.

تبدو قيم القارة الأوروبية واليابان أكثر ميلاً للتعاون، بالتالي لتكون أكثر توجهاً للاعتبارات الإجتماعية بدلاً من التركيز الضيق على مصالح حملة الأسهم (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, Op Cit, p: 157).

١–٢–٢ النموذج الألماني (Bank–led):

وأفضل تضمين لنموذج القارة الأوروبية هو في الإطار المؤسساتي الذي تقدمه ألمانيا. يسعى نموذج حوكمة الشركات الذي يتبناه البلد إلى مواءمة الاهتمامات المختلفة لأصحاب المصالح من خلال إعطائهم 'صوت' في إدارة الشركة. كما يتبنَّى نموذج أصحاب المصالح المنتشر في أوروبة واليابان ما يُسمى 'بهيكلية المجلس الذي يقوم على العلاقات وعلى النَّسَب أو القرابة'. أي أن مجلس الإدارة يتشكل من ممثلي أصحاب المصالح الرئيسيين (مثل العمالة، والمُقرِضين، وكبار الزبائن، والموردين)، الذين تبرز مناصبهم في المجلس من علاقاتهم الاجتماعية مع جمهور الناخبين بغض النظر عن أية أسهم قد يمتلكونها في الشركة (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, Op Cit, p: 156).

أدخل المُشرِّع الألماني، مع مطلع عام /١٨٧٠/، نموذج مجلس الإدارة المؤلَّف من طبقتين (مجلس الإدارة "Vorstand"، والمجلس الإشرافي المستقل تماماً "Aufsichtsrat") للشركات التي يزيد عدد العاملين فيها عن /٥٠٠/ عامل وينبغي تمثيل العاملين في المجلس الإشرافي في الشركات التي يزيد عدد العاملين فيها عن /٢٠٠٠/ عامل.

١-٢-٣ النموذج الفرنسي:

يميل نظام حوكمة الشركات في فرنسا إلى كونه أقرب إلى نموذج الداخليين أكثر منه إلى الخارجيين، حيث تميل السيطرة على الشركات الفرنسية للتوزُّع بين الدولة وإدارة الشركات والعائلات، وهنالك القليل من تشتت الملكية. وللدولة دور هام في الشركات الفرنسية، يصطلح عليه بـ *dirigisme*، بسبب ضرورة تدخلها في إعادة تنمية الصناعة إثر الحرب العالمية الثانية. وشملت سيطرة الدولة إعادة هيكلة الصناعات المملوكة لها لأغراض سياسية، وللتأكيد على بقاء صناعات رئيسية تحت سيطرة الدولة. وحتى أن الشركات المُدرجة تخضع لتأثير الدولة، فالمؤسسات المالية الفرنسية، مثل البنوك وشركات التأمين، هي إمَّا مملوكة و/أو تسيطِر عليها الدولة، وهي من أهم مزوِّدي رأس المال للشركات الخاصة في فرنسا. ويُقَدَّر بأن ثُلُثي أسهم الشركات الفرنسية تتصف بأنها ملكية متداخلة للشركات، يُرمَز لها بنظام الـ *verrouillage*. وتتصف مجالس إدارة الشركات بأنها قوية ومُسَيطِرَة على اتخاذ القرار، خاصة من قبل رئيس المجلس *président directeur–général(PDG)*، وهي مُتَشَابِكة إلى حدٍّ كبير.

قدَّم (Monks and Minow 2004, p: 334) إحصاءات في عام ١٩٨٩ تُظهِر ٥٧ شخصاً يشكِّلون ربع إجمالي عدد أعضاء مجالس الإدارات لأكبر ١٠٠ شركة مُدرَجة في فرنسا، . وهذا مؤشِّر واضح لسيطرة الأعضاء. فحسب قانون الشركات، يمكن أن تختار الشركات الفرنسية إما هيكلية طبقة واحدة (كما في بريطانيا) أو طبقتين لمجلس الإدارة (كما في ألمانيا)[١]، على الرغم من أن مُعظَمها أحادية المجلس (Jill, Solomon 2010, p: 217; Michel Menjucq, 2005,p: 1004).

---

[١] كان الانتقاد المُوَجه لنظام الإدارة الثلاثي (الإدارة، مجلس الإدارة، المجلس الإشرافي) هو تمركز السلطة بيد رئيس مجلس الإدارة الذي هو نفسه الـ CEO ما اضطر فرنسا إلى بإضافة توصيات لفصل منصِبي الـ *directeur général exécutif* ورئيس المجلس PDG لفصل وظيفة الإدارة عن وظيفة الرقابة، لكن القانون ترك إمكانية تولي المنصِبَين من قِبَل شخص واحد سُمِّيَ "président-directeur-général or PDG" وفي هذه الحالة ينحصر النظام بالمجلس ذي الطبقتين.

وضعت فرنسا دليلين للممارسات الأمثل لتحفيز إصلاح حوكمة الشركات. وتُشير الأدلة أن الشركات ضَمَّنت توصيات من التقرير الأول، مع تطبيق ٩٢% من الشركات لها. كذلك، تم تصنيف ٣٠% من أعضاء مجالس الإدارة على أنهم مستقلون ولدى ٩٠% من المجالس لجان مراجعة وتسمية وتعويضات (وإن كان انتشار لجنة المراجعة بداية أكبر من باقي اللجنتين (Michel Menjucq, 2005, p: 1005; Monks and Minow 2004, p: 334).

نشرت فرنسا مؤخراً دليل Bouton Code (Sept. 2002)[1] كان الهدف منه منع المُشرِّع من سنِّ قانون بشأن الحوكمة، مُدَّعين بأن قواعد الحوكمة ينبغي ألاَّ توضع من قِبَل المُشَرِّع: فالقانون المرن أفضل من الصارم برأي واضعي التقرير الـMEDEF (Michel Menjucq, 2005, p: 1003). على كلٍّ، أشارت بحوث بأن هنالك عدم التزام بهذا الدليل الجديد بشكل كبير، مع نسبة فقط ١٦% من أكبر ١٢٠ شركة تُعَيِّن أعضاء مستقلين بشكل دائم. أيضاً، فقط ٢٠% من الـ ٤٠ شركة المتضمنة في مؤشر CAC index لديها حق سهم واحد – صوت واحد لحملة الأسهم. وهذه مشكلة بين الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي، وآخر وثيقة حول توصيات حوكمة الشركات للممارسة الأمثل تمَّ نشرها في كانون ثاني ٢٠٠٨ (Jill, Solomon 2010, p: 217).

على كلٍّ، الهدفان الرئيسيان المشتركان بين إصلاحات الحكومة الفرنسية (إن كان من خلال قانون السوق المالية وقانون الشركات) وتقرير Bouton 2002 هما: تحسين حوكمة الشركات من خلال تعزيز الشفافية (في عمل أعضاء المجلس والمعلومات المُقَدَّمة للمستثمرين)، وموثوقية المحاسبين من خلال تحديث المراجعة القانونية. وحيث كان جوهر توصيات تقرير Bouton 2002 بتحسين وظائف مجلس الإدارة، إذ عَمِل قانون الأوراق المالية على تعزيز المعلومات المعطاة لحملة الأسهم والمستثمرين. لكن في نهاية الأمر نجمت قواعد الحوكمة بشكل أساسي من القانون.

يمكن تحليل نموذج إصلاح الحوكمة في فرنسا بالنظر إلى ١) البنود المتعلقة بزيادة الشفافية في مجلس الإدارة، ٢) الإفصاح عن معلومات أفضل لحملة الأسهم، و٣) تحديث المراجعة القانونية، وذلك كمايلي:

---

[1] سبقته تقارير Viénot لعامي ١٩٩٥ و١٩٩٩ حول حوكمة الشركات في فرنسا.

١–أ) شفافية وظائف المجلس من خلال ثلاث نقاط هامة هي: هيكل مجلس الإدارة، ودوره، ودور إصلاح الإدارة (Michel Menjucq, 2005, p: 1004).

ويلحظ الباحث في هذا السياق للتجربة الفرنسية أن القانون الفرنسي عام ٢٠٠٢ افتقد – على عكس متطلبات قوانين الاتحاد الأوروبي وقانون ساربانز أوكسلي – ضرورة تشكيل اللجان الرئيسية المتخصصة والمتفرعة عن المجلس. كما كان شائعاً في الممارسة وجود ازدواجية في منصبي رئيس مجلس الإدارة والـCEO، الأمر الذي قد يبدو كفوءاً في بعض الحالات إلا أنه يُوَلِّد مشاكل من وجهة نظر مبادئ الحوكمة؛ في هذه الحالة من الضروري وجود لجان مراجعة وتسمية وتعويضات وأعضاء مستقلين.

١–ب) الشفافية حول حالة أعضاء المجلس: ويتركَّز النقاش هنا حول نقطتين: الحالة العامة للأعضاء (من خلال قدرتهم في الوصول إلى المعلومات، وشفافية تعويضاتهم، وشفافية العمليات والصفقات حول ملكية أسهمهم، ومسؤوليتهم)، والحالة الخاصة باستقلال العضو (Michel Menjucq, 2005, p: 1008).

وبرأي الباحث أن قانون الأوراق المالية لعام ٢٠٠٣ في فرنسا لم يتوافق مع مبادئ الحوكمة في نقطة معينة؛ حين قلَّص الصلاحيات التي منحها قانون ١٥ آذار ٢٠٠١ حول "التشريعات الاقتصادية الجديدة" قبل سنتين والتي ألزمت الشركات بأن تُقدم لعضو مجلس إدارتها كل المعلومات التي يحتاجها للقيام بواجباته وبشكل مُسبق ومستمر، وأن كل عضو له الحق بالحصول على أي وكل الوثائق التي تلائم طلبه؛ لتصبح "يُلزَم رئيس مجلس الإدارة أو العضو المدير بإعطاء كل عضو كل المعلومات اللازمة لإنجاز مهامه" الأمر المناقض لأهداف قانون الأوراق المالية.

أما بالنسبة للإفصاح عن تعويضات وخطط الخيارات، فهنالك ممارسات وبنود جيدة، إذ هنالك إفصاح عنها، ومقترحات بالإفصاح في التقارير المالية السنوية عن التعويضات السابقة وخطط التعويضات بما فيها (حِزم تعويضات بالأسهم عند التعيين *Golden Hellos* أو عند التسريح *Golden Parachuts*)، كما ينبغي أن تحصل على موافقة ٣/٢ من أصوات الهيئة العامة، ويقدم مجلس الإدارة سنوياً في تقرير منفصل لهيئة المساهمين العامة كيفية تطبيق هذه الخيارات. وهنالك مُتَطلب بالإفصاح عن العمليات على الأسهم (Michel Menjucq, 2005, p: 1009).

بالنسبة لمسؤولية أعضاء مجلس الإدارة فقد انخفضت من المسؤولية عن فشل الإدارة إلى المسؤولية عن الإهمال في رقابة الإدارة.

١-٢-٤ النموذج الياباني:

ركَّزت التحقيقات حول نظام حوكمة الشركات في اليابان تقليدياً حول "الفرادة" المعروفة عنه المقارنة بنظراءه في البلدان الأنجلوساكسونية. وتشير العديد من الدراسات أن آليات حوكمة الشركات في اليابان والتي يُفترَض بأنها مشابهة لتلك التي في الولايات المتحدة، هي أقل مدى إلى حدٍّ كبير. على كل حال، وفق هذه الدراسات، تتواجد مؤسسات أخرى للرقابة وضبط إدارة الشركات في اليابان، أهمها مجموعات الشركات (كايرتسو *keiretsu*)، ونظام البنك الرئيسي والملكيات المركَّزة. ويمكن وصف خصائص هذه الآليات كما يلي (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 14):

أولاً، من المؤسسات الهامة لحوكمة الشركات في اليابان بعد الحرب العالمية الثانية هي مجموعة الأعمال الضخمة المنظمة بشكل غير رسمي *keiretsu*[١]. وتبع ذلك مصطلح الكايرتسو المالي (*kinyū keiretsu*)، والذي يشار إليه كذلك بالـ *keiretsu* الأفقي أو المتداخل في السوق. تتألف كل *keiretsu* من مجموعة من الشركات المتنوعة، مجتمعة بشكل عنقودي حول ما يسمى "بنك رئيسي" وتتصف بتداخل كبير ومتبادل للمُلكية (*kabushiki mochiai*) وتشارك مُكثَّف للمعلومات بين الشركات الأعضاء. في مجموعات الـ *keiretsu* الأفقية هذه، تتجمع الملكيات الصغيرة للشركات الأعضاء في كل منها بشكل تراكمي لتشكل بمجموعها حصصاً مُسيطِرة، وتضمن بذلك نظاماً من الملكيات المستقرَّة بشكل أساسي. ويتم مراقبة المدراء من قبل شركات المجموعات، بينما يتم مراقبة الشركات الأعضاء من قبل باقي شركات المجموعة ومن قِبَل "البنك الرئيسي" لمجموعة الـ *keiretsu*، مُشَكِّلَةً بذلك آلية حوكمة هامة.

يعمل البنك كعضو حيوي مركزي في المجموعة ويلعب الدور القيادي في الأنشطة المالية لها. إضافة للمجموعات الأفقية من الـ *keiretsu* ، تم تمييز مجموعات *keiretsu* عمودية أو صناعية، التي يمكن وصفها بأنها مجموعات صناعية تشمل الموردين والزبائن لشركة واحدة ضخمة (مثل

[١] قبل الـ *keiretsu*، سيطر نظام الأعمال العائلية "*Zaibatsu*" قبل الحرب العالمية الثانية.

تويوتا) في هياكل كلاسيكية أكثر هرمية من الملكيات المتداخلة بين الشركات. تم التسويق في أواخر ثمانينات وأوائل تسعينيات القرن الماضي على وجه الخصوص لمفهوم الـ *keiretsu* لدى الصناعيين والأكاديميين على أنه ابتكار رئيسي لما يمكن أن يكون عليه الحال في بلدٍ ما، أو أنه الشكل الناجح الذي ينبغي أن تقوم البلدان بتنظيم هياكلها الصناعية وأنظمة حوكمة الشركات على شاكلته.

على كل حال، وعلى مدى السنوات الأخيرة، كان هنالك عدد أقل من التفسيرات للأسئلة التي ظهرت مستفسرة عن منافع تدخل الـ *keiretsu* في حوكمة الشركات اليابانية. إلا أن هنالك بعض الأدلة حول مظاهر مؤذية لحوكمة الـ *keiretsu* تتعلق بإمكانية وجود أثار تحصُّن ناجمة عن الملكيات المتداخلة: حيث يمكن لهذه المُلْكيات المتبادلة حماية مدراء الشركات المتضمنة في المجموعة من الاستحواذات العدائية، وتنافس الأعضاء الحاضرين بالوكالة بفعالية، خاصة عندما يكون المقدار الإجمالي للملكيات المتبادلة من قبل الشركات المشاركة مرتفعاً كما في شركات اليابان الكبرى المتضمنة في مجموعات الـ *keiretsu*.

ثانياً، فيما يتعلق بحوكمة الشركات اليابانية، كانت النظرة السائدة، كما تم التعبير عنها في عدة دراسات، بأن "البنوك الرئيسية" لعبت دوراً هاماً. حيث عملت البنوك الخاصة اليابانية الرئيسية بشكل غير رسمي كمراقبين بالتفويض عن عدد كبير من الشركات التجارية وعن باقي المُقرِضين. حتى الشركات التي لاتنتمي إلى مجموعات الكايرتسو تحتفظ عادة بعلاقات غير رسمية قوية مع بنك تجاري كبير. أساساً، يمكن تفسير هذا النظام على أنه نسخة أكثر تطرفاً من العلاقات المصرفية. هنالك ادعاء بأن نظام المصرف الرئيسي لبَّى عدة وظائف رقابية متنوعة بالنسبة لقطاع الشركات اليابانية، خاصة خلال فترة النمو الاقتصادي المرتفع التي امتدَّت من مطلع خمسينيات القرن الماضي إلى منتصف سبعينياته.

تم عرض العديد من الأدلة على أهمية العلاقات المصرفية الهامة "للبنك الرئيسي" في كمٍّ كبير من الدراسات التطبيقية، خاصة دوره الرئيسي في ضبط الإدارة الضاغطة المتمسكة بمناصبها في الشركات ذات الأداء الضعيف، وفي إعادة هيكلة عملياتها. على كل، برزت عدة دراسات أكثر فأكثر، منذ نهاية التسعينيات تبين أن لنظام البنك الرئيسي تكاليف جوهرية، مثل الحصول على

بدلات من الشركات العميلة، وربما لايقود تركُّز الملكية من قِبَل البنوك بالضرورة إلى أداءٍ أفضل للشركات (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 15).

أخيراً، يقال بأن الرقابة في هيكل حوكمة الشركات اليابانية قد تمت ممارستها من قِبَل حملة الأسهم الرئيسيين (أي تركُّز في الملكية)، مع دور هام للمؤسسات المالية. وثَّقت عدة دراسات بأنه من المرجَّح أن الشركات اليابانية التي لديها حملة أسهم رئيسيين من أصحاب الحِصَص الضَّخمة، ستستبدل المدراء ردّاً على ضعف الأداء بشكل أكبر من الشركات التي لاتمتلك مثل هذه الفئة من المُلاّك. مثلاً، أدّت زيادة ملكية أصحاب الحصص إلى زيادة أرجحية معدَّل دوران الإدارة وتعيين الأعضاء الخارجيين في مجالس الإدارة. كما أظهر الدليل التجريبي أهمية التمييز بين كبار المساهمين، مثل أصحاب الحصص في الشركات وأصحاب الحصص من الماليين، ومن غير الماليين، وأن رقابة المؤسسات المالية وغير المالية قد تكون أكثر فعالية من رقابة أصحاب الحصص العاديين. في نفس الوقت، للحوكمة من قِبَل أصحاب الحصص الماليين أثر إيجابي على أداء الشركة مقارنة بأثر سلبي لرقابة أصحاب الحصص من الشركات. رغم أن هنالك دراسات تشير بوجود علاقة موجبة بين وجود أصحاب الحصص وقيمة الشركة.

بشكل إجمالي، زوَّدت الملكيات المُرَكَّزة (المتداخلة) المؤسسات المالية اليابانية بالحوافز والإمكانية للقيام بممارسة رقابة وتأثير على الأداء الإداري (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 15).

على كل حال، بالتوازي مع الأداء الضعيف للاقتصاد الياباني خلال العقد الماضي والتغيرات الهامة في البيئة الاقتصادية والمالية والتشريعية، محلياً ودولياً، يبدو أن الدعائم التقليدية لحوكمة الشركات اليابانية – كالـ *keiretsu*، و"البنك الرئيسي" والملكية المُرَكَّزة – باتت أقلّ صِلَة.

تطور نموذج حوكمة الشركات في اليابان:

أشار مراقبون[1] إلى تغيرات هامة في ممارسات الشركات اليابانية مؤخراً، والتي أثَّرت على الخصائص الأساسية لنظام حوكمة الشركات الياباني بشكل رئيسي. منها تآكل نظام "البنك الرئيسي"، الانخفاض الهام في الملكيات المتداخلة، خاصة تلك التي تتحملها البنوك، تناقص دور

[1] Ahmadjian and Song, 2004; Patrick, 2004; Miyajima, 2005; Miyajima and Kuroki, 2005; Suto et al., 2005; Schaede, 2006a and 2006b.

مجموعات الـ *keiretsu* (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 16).

بصورة إجمالية، بيَّنَ الانكماش الاقتصادي الطويل نسبياً، وانتشار الأزمات المصرفية والمالية في اليابان بشكل واضح ضعفاً هيكلياً في ممارسات حوكمة الشركات اليابانية، التي يتزايد النقاش حولها من قِبَل الأكاديميين، وصانعي السياسات وقياديي الشركات. وأثَّرت هذه التطورات على حوكمة الشركات في اليابان بطريقتين. أولاً، غيَّر التباطؤ الاقتصادي والمشاكل المصرفية الإطار المعياري، الذي يشكل أساساً لحوكمة الشركات اليابانية بشكل هام. ثانياً، ساهمت هذه المتغيرات مباشرةً في تعديلات هامَّة لنظام الحوكمة في اليابان كمايلي:

أولاً: بات الإعلان عن ممارسة الملكيات المتداخلة التي تتضمن شركات مالية وغير مالية متنوعة أقل منذ منتصف تسعينيات القرن الماضي وما بعد. تم قيادة هذه العملية من قِبَل البنوك: جزئياً بسبب ضرورة إجراء تعديلات على محافظ الأوراق المالية حسب اعتبارات الخطر–والعائد وتزايد القروض السيئة، وجزئياً بسبب الضغوط التشريعية أو التنظيمية من السوق، التي يمكن أن تكون على التوازي مع إدخال تعليمات بازل (٢)، بحيث أن البنوك قامت بتخفيض ملكياتها بشكل كبير على مدى السنوات القليلة الماضية. كانت إحدى هذه الضغوط التشريعية، إدخال قانون ينص على أن تَحُدّ البنوك ملكيتها من الحصص إلى مستوى رأس مالها من الأسهم بحلول أيلول ٢٠٠٦ (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 16).

أكثر من ذلك، أجبرت الأزمة الاقتصادية عدة شركات لإعادة تنظيم نفسها والتركيز على نشاط أعمالها الرئيسي. ما أدى غالباً إلى اندماجات واستحواذات داخل مجموعات الكايرتسو، وهي عملية قامت البنوك بقيادتها (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 17).

تؤكِّد دراسات متنوعة بأن عمليات التحرير المالي والعولمة، والتغيرات البنيوية في تدفق الأموال والتنويع ذي العلاقة لمصادر تمويل الشركات، ساهمت في إضعاف أساس نظام "المصرف الرئيسي". وأدى تحرير أسعار الفائدة ومتطلبات إصدار السندات إلى تقليل فرص الانتفاع غير الكفوء من قِبَل "البنوك الرئيسية"، لذلك ارتفعت تكاليف نظام "البنك الرئيسي" بشكل جوهري بالنسبة للبنوك الأعضاء. إضافة لذلك، قللت العولمة المالية والتنوع والاتجاه نحو التمويل من السوق من

قدرة البنوك. بالنتيجة، تلاشى دور "البنوك الرئيسية" في القيام بوظائف الرقابة المتنوعة بشكل متكامل (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 17).

أكثر من ذلك، قوضت أزمة المصارف المتفشية في اليابان، "وبعض القوانين المُتقادمة" لاحقاً، التي نشأت مع مطلع تسعينيات القرن الماضي فعالية نظام "البنك الرئيسي"، مع توقف البنوك أساساً بالعمل "كبنك رئيسي" واستدعت القروض السيئة. بالمجمل، يُتَوَقَّع أن تَقُلّ أهمية نظام "البنك الرئيسي" بسبب انخفاض أهمية الملكيات المتداخلة في الاقتصاد الياباني عموماً، وانخفاض ملكية السندات من قِبَل البنوك الرئيسية خاصة، واستمرار تنويع مصادر التمويل من الشركات غير المالية، وإدخال نماذج إقراض جديدة مرتكزة على السوق في صناعة البنوك اليابانية، والتطبيق التدريجي لاتفاقية بازل الجديدة ٢. إلا أن هناك بعض الشركات ترى أن نظام "البنك الرئيسي" مازال ذي قيمة لها، لكن دوره ينتقل باتجاه كونه مصدر للمعرفة والمعلومات، بدلاً من دوره التقليدي في تقديم الدعم المالي طويل الأمد (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 17).

كانت إحدى أهم التغيرات في اليابان خلال السنوات الأخيرة فيما يتعلق بحوكمة الشركات هي نمو أهمية حملة الأسهم الأجانب. كان الضغط الخارجي (*gaiatsu*) أداةً في إحداث تغييرات كبيرة في عدة حالات من التاريخ الاقتصادي والمالي الياباني، حيث عبَّر عدة مراقبين عن وجهة النظر القائلة بأن زيادة الملكية الأجنبية في الشركات اليابانية قد تقود إلى تعديلات هامة في ممارسات حوكمة الشركات اليابانية (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 17).

من التطورات الهامة الأخرى لنظام حوكمة الشركات في اليابان هي تطوُّر سوق السيطرة على الشركات. انعكس ذلك في العدد المتنامي للاندماجات والاستحواذات المحلية (M&As) التي ازدادت من ٢٦٨ حالة عام ١٩٩٠ إلى ١٣٥٢ عام ٢٠٠٣. وتم تحفيز هذا التطوُّر بشكل جزئي من خلال تبنِّي تشريع مابعد الاندماج والاستحواذ في نهاية الـ ١٩٩٠s.

أخيراً، تأثرت ممارسات حوكمة الشركات في اليابان بالتغيرات الهامة في الإطار التشريعي للشركات على مدى السنوات الخمس عشرة الماضية، التي تضمن السماح بتأسيس شركات قابضة وإدخال خيارات الأسهم في عام ١٩٩٧، وإصلاحات تبيِّن الوظائف الأساسية لمجالس الإدارات الهادفة إلى

تحسين الشفافية وآليات التصويت وبناء دور أكبر للأعضاء المستقلِّين. تَضَمَّنَت هذه التغيرات القانونية تعديلات متعددة لدليل وقانون التجارة، وإدخال تشريع جديد للإفلاس وتبنِّي قانون شركات جديد (*Kaisha Ho*) نقلت قدرات رقابية جوهرية إلى حملة الأسهم (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 18).

بالخلاصة، تغيرت هياكل ملكية الشركات اليابانية بشكل دراماتيكي خلال السنوات الخمس عشرة الماضية، وضَعُفَت الدعائم التقليدية لنظام حوكمة الشركات في اليابان بشكل جوهري. وكما أشار بعض المراقبين، ربما ينشأ نظام هجين لحوكمة الشركات بشكل تدريجي في اليابان، بحيث يَتَوَضَّع في مكانٍ ما بين النموذج الأنجلو ساكسوني والنظام الياباني القديم، وأن هنالك مزيداً من الصقل للنموذج التقليدي. وبرز نشاط حملة الأسهم داخل هذا النظام المُعَدَّل، كما هو مُثبَت مثلاً، من خلال إنشاء مجموعة إصلاح الشركات غير الهادفة للربح "(Kabunushi) كالمحققين في الشكاوي ضد موظفي الدولة" الذي أصبح تدريجياً أحد أكثر وكلاء إلزام قانون الشركات أهمية في اليابان. ويمكن مَنح دور مُعَزَّز في حوكمة الشركات أيضاً لفئة هامة من كبار حملة الأسهم، أي المستثمرين المؤسساتيين (Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; 2007, p: 18).

على كلٍّ، يرى البعض أنه من غير الممكن تأكيد التفوُّق المُطلَق لأي من النموذجين (الأنجلو–ساكسوني، والقاري–الياباني). والمقبول عموماً أنهما يُبدِيان مزايا مُقارِنة في مجالات مختلفة. وبنتيجة العولمة، يتقارب هذان النموذجان بحيث تقل أهمية الفروق بينهما. مهما يكن، من المفيد ملاحظة أن مثل هذه المبالغة في التفريق والتشعب قد تكون مقبولة ما دامت لاتعني إصدار حكم على التباين الرأسمالي الموجود بينهما. وقد يكتشف الباحث سريعاً على سبيل المثال، أن نظم أو نماذج حوكمة الشركات لاقتصادات الأسواق الناشئة مازالت غير مُثبَتَة.

٢ – تقسيم نماذج الحوكمة وفق آلية السيطرة:

٢ – ١ نماذج الاستيلاء

يُعتبر الاستيلاء العدائي أحد أكثر الآليات جذرية ودراماتيكية لمعاقبة واستبدال المدراء. لكن هذه الآلية مكلفة ومُضِرّة لبعض الأطراف disruptive، لم يكن يتم استخدامها إلا قليلاً (كحَلٍّ أخير) حتى في أمريكا والمملكة المتحدة، بينما قد لاتتواجد في كثير من البلدان الأخرى. مع ذلك، يلقى موضوع الاستيلاء العدائي اهتماماً كبيراً من قبل الباحثين الأكاديميين. وفي هذا النوع من الاستيلاء، يُقَدِّم المستحوِذ عرضاً لشراء كل أو جزء من الأسهم المدفوعة بسعر محدد. ويعتبر الاستيلاء ناجحاً فيما إذا حصل المستحوِذ على أكثر من ٥٠% من أسهم التصويت بالتالي على سيطرة فعالة على الشركة. فمع ٥٠% من أسهم التصويت، سيكون بمقدوره الحصول على تمثيل الأغلبية في مجلس الإدارة، وبالتالي تعيين المدير التنفيذي الرئيسي.

تم تخصيص كثير من البحوث لآليات عملية الاستيلاء، وتحليل استراتيجياتها المعقدة ضمنياً بالنسبة للمستحوِذ وباقي حملة الأسهم الفرديين، ولمعرفة كفاءة الأداء الناتجة بعد الاستيلاء. بينما اهتمَّ القليل من الأبحاث بالكفاءة قَبل الاستيلاء العدائي: أي مدى فعالية المستحوِذين كوسيلة عقابية للمدراء. فأخَذَ (1988) Scharfstein مشكلة التعاقد المالي القبْلية (أي، قبل الاستيلاء) بين المُمَوِّل والمدير بناءاً على دراسة (1980) Grossman and Hart. يحدد هذا العقد حالة مخطط تعويضات ظرفي لمدير ما، لاستخلاص أفضل أداء من المدير. بالإضافة إلى ذلك، يسمح العقد باستيلاء لاحق، مايعزز الكفاءة مستقبلاً فيما إذا كان لدى الراغب بالاستيلاء معلومات ليست متوفرة لدى الممول، أو إذا كان المستحوِذ لديه قدرات إدارية أفضل. بكلمات أخرى، إن الاستيلاءات مفيدة لكِلا الطرفين لأنها تقلل احتكار المعلومات لدى المدير المتمسك بمنصبه حول حالة الشركة ولأنها تسمح باستبدال المدراء غير الكفوءين. والملاحظة الهامة التي قدمها Scharfstein هي أنها حتى لو استطاعت الشركة الالتزام بالعقد النموذجي القبْلي، فإن هذا العقد هو عموماً غير كفوء. والسبب هو أن الممول والمدير كل منهما يحاول تصميم العقد لاستخلاص بدلات ريع كفوءة من المستحوِذين المحتملين مستقبلاً. وهم سيصمِّمُوا العقد لتسعير الاستيلاء بما

يزيد عن السعر التنافسي الكفوء، مثل الاحتكار غير التفاضلي. بالنتيجة، سيَحُث العقد مستحوِذين أقل وسطيّاً.

تقدم ملاحظة Scharfstein تبريراً هاماً للتدخل القانوني للحد من الدفاعات ضد الاستيلاء، مثل تعديلات الأغلبية الساحقة (بحيث ترفع هذه التعديلات القانونية قاعدة الأغلبية فوق الـ ٥٠% في حالة الاستيلاء العدائي)، والتمديد لمجلس الإدارة (يعتبر التمديد لمجلس الإدارة خطاً دفاعياً شائعاً صُمِّم لتأجيل التوقيت الذي يحصل فيه المستحوِذ على سيطرة كاملة بعد الاستيلاء[١]، والتعديلات المتعلقة بالسعر العادل (بشأن العروض على طبقتين[٢])، ومايسمى "بالحبة السامة[٣]". ويرى كثيرون بأن هذه الدفاعات هي في غير مصلحة حملة الأسهم، يضعها مدراء الشركات ذات هياكل الحوكمة الضعيفة. على كل حال، يراها آخرون بأنها كسلاح هام تساعد الشركة المستهدفة انتزاع شروط أفضل من الراغب بالاستيلاء (Oliver Hart, 2009, p: 443). وحتى إذا أخذ المرء وجهة النظر الثانية، إلاَّ أن Scharfstein يقترح في طرحه بأن بعض هذه الدفاعات ينبغي تنظيمها أو حظرها. سيحاول الباحث إضافة بعض متغيرا ت مضادات الاستحواذ ضمن مؤشر التحصُّن الفرعي.

كما ذُكِر أعلاه، بأن هنالك الكثير من الأدبيات حول مسألة الكفاءة بعد عملية الاستيلاء العدائي. والنموذج الرسمي الأول للعبة تقديم العروض قدمه Grossman and Hart (1980) من خلال اللعبة الأساسية التالية: بحيث يمكن للراغب بالاستيلاء رفع قيمة السهم من 0 = v في ضوء الإدارة الحالية إلى 1 = v. وهو بحاجة إلى ٥٠% من أسهم التصويت ويتَّخِذ عرضاً مشروطاً بـ p لكل سهم (العرض المشروط هو الذي يكون ملزِماً فقط إذا كان المستحوِذ سيحصل على السيطرة من خلال امتلاك أكثر من النسبة المحدَّدة من الأسهم المطروحة للعرض). حيث أن ملكية الأسهم

---

[١] في بعض التشريعات، مع كل تمديد لجزء Y من المجلس لـ X سنة، على المستحوِذ الانتظار فترة X/2Y قبل كسب أكثر من ٥٠% من مقاعد المجلس.

[٢] تحدد العروض المؤلفة من طبقتين سعر أعلى لـ n سهم الأولى الداخلة في العرض من باقي الأسهم. حيث يسعى المستحوِذ لإغراء حملة الأسهم للدخول في العرض، عندها، يسْهُل عليه الاستيلاء.

[٣] تعطي معظم الـ"حبوب السامة" الحق للإدارة بإصدار أسهم تصويت إضافية بسعر مخفض لحملة الأسهم الحاليين في حالة رغبة أحد المساهمين في امتلاك حصة X من الأسهم المدفوعة. وعند تطبيق مثل هذه الفقرات من النظام الأساسي للشركة تجعل من المستحيل نجاح الاستيلاء افتراضيَّاً. وعند وضع مثل هذه الوسيلة الدفاعية موضع التطبيق على المستحوِذ تجريد مجلس الإدارة المتمسك بوضعه "بقتال وكيل" لإزالة الحبة السامة. وعند دمج الحبة مع الدفاعات التي تحد من قدرة المستحوِذ علَى الدخول في القتال الوكيل – مثل المجلس الذي تم التمديد له- على المستحوِذ أن يقوم ،بشكل فعال، برشوة المجلس المُمَدَّد له والمتمسك بمنصبه.

تكون مشتتة بشكل كبير؛ إلى درجة أن الباحثَين افترضا عدداً غير نهائي من حملة الأسهم في الحالة المُثلَى، لتبسيط التحليل. وليس من الصعب ملاحظة أن الاستراتيجية السائدة لكل مساهم هي المشاركة في العرض (العطاء) إذا كانت $p = 1$ والامتناع عن بيع أسهمه إن كان العائد المتوقع $p < 1$. لذلك، فإن أقل سعر يمكن للمغير (الراغب بالاستيلاء) تحمُّلَه هو $p = 1$، وهي القيمة بعد الاستيلاء لكل سهم. بمعنى آخر، سيتحتم على الراغب بالاستيلاء التهرب من كل القيمة التي يمكنه توليدها لحملة الأسهم الحاليين. فإن تسبب بتكاليف في العرض المقدم من قِبَلِه، أو في تغيير الإدارة الموجودة والتي تولِّد قيمة أعلى لكل سهم، فيستحسن ألاَّ يتم تشجيعه على محاولة الاستيلاء. بكلمات أُخرى، قد يكون هنالك القليل جدَّاً من محاولات الاستيلاء لاحقاً (Itay Goldstein, pp: 5-7).

يقترح (Grossman S. J. and Hart, O. D, 1980, p: 331) عدَّة طرق لتحسين كفاءة آلية الاستيلاء العدائي. كلها تتضمن اضمحلال لحقوق الأقلية من حملة الأسهم. كفكرة تتسق مع مقترحاتهم، مثلاً، السماح للمُغِيرين بتقليص (تجميد) "squeeze (freeze) out" الأقلية من حملة الأسهم الذين لم يعرضوا أسهمهم للبيع[1]، أو للسماح للمغيرين بتشكيل "موطئ قدم"، أي حصَّة، أكبر في الشركة قبل أن يطلب منهم الإفصاح عن حجم حصتهم[2].

وإثر نشر مقال Grossman and Hart تطور كم كبير من الأدبيات محاولة تحليل متغيرات مختلفة للعبة الاستيلاء، بملكية غير متناثرة الأسهم، [مثل: Kovenock (1984), Bagnoli and Lipman (1988), Holmstrom and Nalebuff (1992)]، وبعارضين متعددين [مثل: Fishman (1988), Burkart (1995), Bulow, Huang and Klemperer (1999)]، وبعدة جولات من العروض [مثل: [(1993) Dewatripont]، وبعملية تحكيمية في البورصة [مثل: [(2002) Cornelli and Li، وفي حالة تباين المعلومات [مثل: Hirshleifer and Titman (1990), Yilmaz (2000), Robert Maquez and Bilge Yilmaz (2008)]، وغيرها. ووجدت معظم هذه الأدبيات نفس نتيجة Grossman and Hart بأن معظم أرباح

---

[1] تُجبر طريقة "العصر أو التجميد" أقلية حملة الأسهم ببيع أسهمهم للمغير بالسعر المعروض أو بأقل منه. وعندما يمتلك المغير هذا الحق فليس من الحكمة لأي من باقي حملة الأسهم الإبقاء على أسهمه عندما تكون $p < 1$.

[2] "موطئ القدم" هو مصطلح المقصود منه الحصة المملوكة من قبل المُغير قبل تقديم عرض السعر. ففي الولايات المتحدة مثلاً، على حامل أكثر من ٥% من الأسهم الإفصاح عن حصته للجنة السوق SEC. ويمكن للمُغِير تحقيق ربح على حصته دائماً من خلال الاستيلاء على الشركة. لهذا، كلما زادت حصته، كلما زادت أرجحية محاولته القيام بعملية استيلاء.

الاستيلاء تذهب إلى حملة الأسهم المستهدفة (بسبب "الإغارة الحُرَّة" من قبل حملة الأسهم الصغار) أو تكون غير كبيرة عندما يكون هنالك مُزايد واحد. وتتلاشى النتيجة القصوى "للإغارة الحُرة" في حالة حملة الأسهم غير المُشَتَّتين أو في حالة تباين المعلومات لدى الأطراف المختلفة. على النقيض، وجدت الدراسات التطبيقية مرّةً بعد أُخرى بأن كل الأرباح من الاستيلاء العدائي تذهب وسطيّاً إلى حملة الأسهم المستهدَفين. وحيث أن هذه النتائج تتفق مع Grossman and Hart، تم اقتراح تفسيرات أُخرى، مثل التنافس الكامن بين المُزايدين، أو تسرُّع المستحوِذ إلى إنهاء الصفقة. وقد ركزت التحليلات الرسمية لتنظيم الاستيلاء الأمثل على أربع مسائل: ١) ما إذا كان الانحراف عن قاعدة "سهم واحد – صوت واحد" تؤدي إلى نتائج استيلاء غير كفوءة؛ ٢) ما إذا كان على المُغِيرين شراء أسهم الأقلية من حملة الأسهم؛ ٣) ما إذا كانت الاستيلاءات قد تؤدي إلى المصادرة الجزئية لدائني الشركة الآخرين غير المحميين بشكل كافٍ، وإن كان هذا صحيحاً، ما إذا كان ينبغي تبرير بعض التعديلات على القوانين كحماية أساسية تجاه هذه المصادرة؛ ٤) وما إذا كان ينبغي تفضيل طرق المنافسة الوكيلة على الدخول في عروض المزايدة.

كان إصدار نوع واحد من أسهم التصويت، أحد المطالب الجديدة للإدراج في سوق نيويورك للتبادل بين عامي ١٩٢٦ إلى ١٩٨٦[١]. بحيث يمكن للشركات إصدار عدد من الأسهم لها عدد مماثل من حقوق التصويت لكل منها. لكن هل يمكن لهذه القاعدة تحفيز رقابة فعالة على المساهمين المتنافسين؟ تقترح تحليلات Grossman and Hart (1988) and Harris and Raviv (1988, p: 203, 235) بأن الجواب هو "نعم". وقالا بأنه وفق قاعدة سهم واحد – صوت واحد سيكون على المغيرين غير الكفوءين دفع أعلى سعر ممكن لتحقيق السيطرة. بمعنى آخر، أنهم سيواجهون مقاومة أكبر أثناء الاستيلاء على الشركة وفق هذه القاعدة. إضافة لذلك، أشارا إلى أنه من المرجَّح أن تحقق قاعدة الأغلبية البسيطة كفاءةً بمعاملة متساوية للإدارة المتحصنة والمغيرين.

على كل حال، قد يتيح الانحراف عن قاعدة "سهم واحد – صوت واحد" حملة الأسهم الأساسيين الحصول على حصة أكبر من عوائد الكفاءة من المغير باستيلاء تزداد فيه القيمة. بالفعل، يوضح Harris and Raviv (1988), Zingales (1995) and Gromb (1993) أن الاستفادة القصوى من

[١] كانت شركة فورد استثناء معروف عن هذه القاعدة. تم إدراجها بنوعين من أسهم رأس المال في ١٩٥٦، ما سمح لعائلة فورد ممارسة ٤٠% من حقوق التصويت مقابل ملكية فقط ٥.١% من رأس المال.

ريع كفاءة المغير (من بدل التكلفة التي ينبغي أن يدفعها المغير) هي من خلال إصدار نوعين مختلفين تماماً من الأسهم؛ أسهم لها حق التصويت فقط، وأسهم ليس لها حق التصويت. بشكل مثالي، يشتري المغير فقط أسهم التصويت في ظل هيكل ملكية الأسهم هذا. بحيث يمكنه الحصول على السيطرة بسهولة، لكن كل المنافع التي يحضرها تذهب إلى حملة الأسهم التي ليس لها حق التصويت. وفق مخطط تخصيص الأسهم خاصتهم، ليس لحملة الأسهم التي ليس لها حق بالتصويت خيار إلاّ "يغير مجاناً، free–ride" وبالتالي توزيع معظم العوائد من عملية الاستيلاء.

منافع أخرى من الابتعاد عن قاعدة "سهم واحد – صوت واحد" هي إمكانية حث مزيد من الإدراجات من قبل شركات يحتفظ مالكوها بالسيطرة على الشركة. غالباً ما تكون الشركات العائلية كارهة للطرح للاكتتاب العام إذا ماكانوا معرضين لخطر فقد السيطرة. وعليه قد تصبح هذه الشركات مطروحة للاكتتاب العام إذا كان باستطاعتها الاحتفاظ بالسيطرة من خلال هيكل الأسهم من فئتين. وكما يحاجج Hart (1988)، سيفيد الابتعاد عن قاعدة "سهم واحد – صوت واحد" كِلا الشركة والسوق في هذه الحالة. ومن الأغلب بأنها لن تؤذي مساهمي الأغلبية، كونهم لن يفقدوا حقوق السيطرة في مرحلة الطرح الأولي للأسهم.

وسَّع Burkart, Gromb and Panunzi (1998) هذا التحليل من خلال إدخال مشكلة وكالة مابعد الاستيلاء. تبرز مثل هذه المشكلة عندما لايمتلك المغير ١٠٠% من الأسهم بعد الاستيلاء، وهي أسوأ بشكل جوهري، كلما كانت حصة المغير أقل بعد الاستيلاء. وأظهروا بأنه في مثل هذا النموذج، يستخلص المساهمون الأصليون كل ريع كفاءة المغير وفق قاعدة "سهم واحد – صوت واحد". بالنتيجة، قد يتم منع بعض الاستيلاءات المكلفة. ويحتجَّا بأن الابتعاد قليلاً عن قاعدة "سهم واحد – صوت واحد" قد يكون مفيداً للتقليل من عدم الكفاءة هذه.

يحتج Shleifer and Summers (1988, p: 41–42) في مقال مؤثِّر بأن بعض الاستيلاءات قد تكون غير مرغوبة إذا أدت إلى "خرق الثقة" بين الإدارة والموظفين. فإذا توقع الموظفون (أو الزبائن، أو الدائنين، أو الموردين) انقطاع العلاقات غير الرسمية مع الإدارة الحالية من خلال تعيين فريق إداري جديد استولى على الشركة سيكونون كارهين أو ممانعين للاستثمار في مثل هذه العلاقات ولكسب رأس المال البشري الخاص بالشركة. ويحتجان بأن بعض الدفاعات ضد الاستيلاء قد تكون مبررة على الأقل في الشركات التي يكون رأس مال (بشري ومادي) معين هام

بالنسبة لها. وقد تطورت مجموعة من الأدبيات الرسمية حول هذا الموضوع. وأحد الدروس المستفادة من هذه البحوث هو اعتماد الكفاءة بشكل جوهري على نوع الحماية المتخذة تجاه الاستيلاء. مثلاً، يبين (1995) Schnitzer بأن هنالك فقط تركيبة معينة لما يسمى "بالحبة السامة[1]" مع "المظلة الذهبية" يمكنها أن تقدم حماية كافية لمصالح واستثمارات المدراء (أو الموظفين). على كل حال، تتمثل الصعوبة الرئيسية من الناحية التشريعية في أن حماية رأس مال بشري معين هو عذر سهل جداً يتخذه المدراء للتحصُّن. والقليل من الجهود خُصِّصت (أو لم يكن هنالك أية بحوث في بعض الأحيان) لغاية الآن لمسألة تحديد التصرفات أو الاستثمارات التي تُشَكِّل، أو لاتُشكِّل، "سلوك تحصُّن". لذلك من المستحيل القول بشكل حاسم ما إذا كانت التشريعات الحالية التي تسمح بتعديلات ضد الاستيلاء، ما يشجع التحصن الإداري ويقدم حماية تدعم الاتفاقات غير الرسمية، مفيدة ككل.

وهنالك تبرير آخر للحبات المسمومة تم اقتراحه مؤخراً (2001) Bebchuk and Hart، وهو بأن الحبات المسمومة تجعل من المستحيل إزاحة مدير متمسك بمنصبه من خلال استيلاء عدائي إلا إذا ترافق العرض بوكيل يحارب للتخلص من الحبة المسمومة[2]. بكلمات أخرى، يحتج Bebchuk

[1] الحبة السامة Poison Pill: وهي إحدى وسائل الدفاع ضد عمليات الاستحواذ العدائي، والتي تسمح لكافة المساهمين عدا المساهم المُغِير بالحصول على خصم لشراء أسهم الشركة إذا ما أصبحت الشركة هدفاً للاستحواذ. ووفق هذه الوسيلة تقوم الشركة بتوزيع إخطارات أو حقوق شراء يصبح من الممكن العمل بموجبها هند حدوث أمر مَعيَّن. ويبدأ حدوث هذا الأمر عندما يقوم الراغب في الاستحواذ بشراء قدر أعلى من حد مُعيَّن من أسهم الشركة المستهدَفة بدون إذن من مجلس إدارة الشركة. وبمُجرَّد تفعيل الحبة السامَّة يُصبح للمساهمين (فيما عدا الراغب في الاستحواذ) الحق في شراء الأسهم مباشرة من الشركة المستهدفة بخصم قد يصل إلى /٥٠%/ مما يؤدي إلى كل من ذوبان diluting الملكيات وحقوق التصويت. ومعظم تلك الحبوب تتضمن نصوصاً تتيح لمجلس الإدارة أن يُلغي الحبوب السامة عن طريق استبقاء الاخطارات أو الحقوق القائمة بالتكلفة الاسمية. كما يُمكن أن تُرغِّب الحبوب السامة الراغبين في الاستحواذ على التفاوض مباشرة مع مجلس إدارة الشركة، ولكن يمكن استخدامها أيضاً لمنع أو إيقاف عروض الاستيلاء على الشركة مرة واحدة. ولا يتطلب قانون الشركات عادة ضرورة موافقة المساهمين على الحبوب السامة، كما أن قلة نادرة من الشركات التي اختارت السعي للحصول على موافقة المساهمين (جون سوليفان وآخرون، ٢٠٠٣، ص: ٣٩٢).

[2] ترتكز نتائج Bebchuk and Hart بشكل حرج على وجهة نظرهم حول كون محاربة الوكيل الشريف تبدو غير فعالة عند الممارسة في إزاحة الإدارة المتمسكة بمناصبها. وتم إعطاء أسباب بديلة لفشل المحاربة عن طريق وكيل في أغلب الحالات، ماسيقود إلى خلاصات مختلفة. مثلاً، غالباً ما يحتج البعض بأن الإدارة لديها ميزة غير عادلة في حملتها لكسب أصوات حملة الأسهم كون لديها القدرة على الولوج إلى قوائم المساهمين ولخزينة الشركة (على سبيل المثال، أنفقت Hewlett-Packard أكثر من ١٠٠$ مليون mn لإقناع مساهميها بالموافقة على الاندماج مع Compaq). إذ يمكنهم الضغط على المساهمين المؤسساتيين للتصويت لصالحهم (ففي حالة Hewlett-Packard، تم الادعاء بأن توقع أعمال تمويل الشركة مستقبلاً قد استخدم ضمنيّاً لإغراء Deutsche Bank بالتصويت لصالح الاندماج). وكما احتج Shleifer and Vishny (1986), Harris and Raviv (1988) Gilson (2000, 2002) and Gilson and Schwartz (2001) - من بين آخرين - بأنه إذا كان هنالك حالة ما، حيث من المحتمل أن يقوم المساهمين المؤسساتيين وغيرهم من المساهمين الحلفاء معهم بالتصويت لصالح تمسك الإدارة بمراكزها لهذه الأسباب، عندها من الضروري تحريم استخدام "الحبات المسمومة" عند استيلاء عدائي محتمل. مع ذلك أخذ (2002) Lipton and Rowe منظوراً آخر. فقد انتقدا كفاءة الأسواق المالية المُفترضة في معظم التحليلات الرسمية حول الاستيلاء. فقد أشارا إلى الفقاعة والانهيار الأخيرين لمؤشر ناسداك وغيره من الأسواق المالية كدليل بأن تقييمات الأسهم تبدو بأنها من المرجح لاتعكس قيمتها الأساسية. ويحتجّا بأنه عندما تنحرف تقييمات الأسهم بهذه الطريقة عن القيمة الأساسية لايمكن الاستمرار بالاعتماد عليها كمرشد موثوق للتخصيص الكفوء للسيطرة أو، بسبب تلك المشكلة، كآلية موثوقة لضبط الإدارة. في مثل هذه الأسواق المالية غير الكفوءة من الضروري أن تحمي الحبات السامة الإدارة من تقلبات السوق ومن العطاءات والمزايدات الانتهازية. فهي تبقي على المذهب الذي يرتكز عليه قانون Delawareحول الدفاعات تجاه الاستيلاء.

and Hart بأن وجود الحبة المسمومة يتطلب وجود آلية لإزاحة المدراء المتمسكين بمناصبهم تدمج معاً عرض العطاء والصراعات على الوكلاء. وتسيطر مثل هذه الآلية في النموذج الذي قدَّماه على مسابقات (مباريات) الوكلاء وعروض العطاء النزيهة. والسبب وراء انتشار وهيمنة مباريات الوكلاء النزيهة هي ميل حملة الأسهم للشك "عقلانيّاً" بالأطراف الداخلة في التحدِّي. فالمتَحَدُّون قد يكونون أسوأ من الإدارة المتحصِّنة والمتمسكة بمناصبها وقد يهدفون لبلوغ السيطرة للولوج إلى منافع خاصة كبيرة تتأتَّى من السيطرة. يلطِّف عرض العطاء المترافق مع مباراة الوكيل من شكوك حملة الأسهم من خلال إثبات جاهزية المُتَحَدِّي "لوضع نقوده حيث ينبغي".

في الظروف العامة، يُعتَبَر سبب انتشار عروض العطاء النزيهة، هو أن عرض العطاء يضع القرار بيد حامل الأسهم الهامشي، في حين تضع أغلبية التصويت قرار السيطرة بفعالية بيد حامل الأسهم المتوسط (أو المُصَوِّت الوسيط). حيث يصوت حامل الأسهم المتوسط دائماً لصالح تغير السيطرة الذي يزيد القيمة، في حين المساهم الهامشي في عرض العطاء يقرر فقط أمر الدخول في العطاء عندما يكون الدخول في العطاء أفضل من الا حتفاظ بالأسهم مُفتَرِضَاً بأن الاستيلاء سينجح. ويمكن لمثل هذا السلوك أن يؤدي إلى إغارة مجانية (حُرَّة) زائدة وتخصيصات غير كفوءة للسيطرة (Marco Becht, et al. 2005, p: 17).

للإشارة هنا، سيحاول الباحث تضمين مجموعة من المتغيرات للتعرف على هذا النوع من نماذج الحوكمة، من أهم هذه المتغيرات ما يمكن تجميعها في مؤشر فرعي يسمى بمؤشر التحصن (منها متغيرات مضادات الاستحواذ، ومتغير قاعدة سهم واحد صوت واحد ...إلخ) الذي قد تلجأ إليه الإدارات وكبار المساهمين الداخليين للتخلص عند التفاعل مع آلية الحوكمة هذه.

للتعرف إلى مدى فعالية هذه الآلية في الشركات محل الدراسة. وإن كان الباحث يعتقد أن هذه الآلية وإن كانت مُطَبَّقة في كثير من الدول محل الدراسة إلاَّ أنها قد تكون ضعيفة أحياناً، أوغير هامة، أو غير مُطَبَّقة أحياناً أُخرى في ظل هياكل الملكية المُرَكَّزة في هذه البلدان.

٢-٢ نماذج أصحاب الحصص

يعتبر وجود هيكل ملكية شبه مُركَّزة ذي حامل أسهم كبير واحد لديه مصلحة في مراقبة الإدارة والقدرة على إجراء تغييرات إدارية، مدخلا بديلاً لتخفيف مشكلة التصرف الجمعي Collective action problem لدى حملة الأسهم. وعلى الرغم من أن هذا الحل هو أقل شيوعاً في الولايات المتحدة وبريطانيا – بسبب القيود التنظيمية على تصرفات أصحاب الحصص – إلا أن بعض صيغ تركُّز الملكية أو السيطرة هي الصيغة السائدة لترتيبات حوكمة الشركات في القارة الأوروبية وباقي بلدان منظمة التعاون الاقتصادي OECD.

تشير التحليلات الأولية لحوكمة الشركات بوجود حملة أسهم ذوي حصص كبيرة إلى المنافع التي يمكن أن يقدمها حملة الأسهم الكبار في تسهيل عمليات الاستيلاء [انظر: Grossman and Hart (1980) and Shleifer and Vishny (1986)]. وهنالك نظرية تتعلق بها هي المفاضلة الكلاسيكية التي تستند عليها مشكلة الوكالة القديمة ذات المخاطرة الأخلاقية: أي المفاضلة بين توزيع الخطر الأمثل، الذي يتم الحصول عليه في ظل هيكلية ملكية مشتتة بالكامل، وحوافز الرقابة الأمثل، التي تتطلب ملكية مُرَكَّزة. لهذا، كان Leland and Pyle (1977) قد أظهرا أنه قد يكون من مصلحة المقاول الكاره للخطر بينما يتوجه لطرح أسهم شركته للاكتتاب العام الابقاء على حصة كبيرة من الشركة بحوزته كدلالة على الجودة، أو كالتزام بإدارة الشركة بشكل جيد. وأخذ Admati, Pfleiderer and Zechner (1994) and Huddart (1993) حوافز الرقابة لحامل أسهم كبير كاره للخطر بعين الاعتبار مؤخراً. وأظهروا أنه في حالة التوازن يبقى للمساهم الكبير (وإن كانت حصته كبيرة نسبياً مقارنةً ببقية حملة أسهم شركته) إلا أن هذه الحصة تبقى صغيرة ولديه واستثمار أقل من اللازم في مجال الرقابة، لأن حامل الأسهم الكبير يفضِّل تشتيت وتنويع ملكيته بشكل ما وإن كان هذا يقلل من حوافزه على ممارسة الرقابة. وبيَّنوا أيضاً بأن هياكل الملكية ذات صاحب حصة كبيرة واحد قد تكون غير مستقرة بالرغم من أن كان بإمكان صاحب الحصة الكبيرة الإنقاص تدريجياً من حصته من خلال بيع كميات قليلة من الأسهم في السوق الثانوية. لذلك فإن أهم تطبيق لهذا التحليل على القوانين والأنظمة هو بأنه يمكن تحسين حوكمة الشركات إن كان بالإمكان إعانة أصحاب الحصص للحصول على حصص أكبر. حقّاً،

تعتبر المشكلة الرئيسية في هذه النماذج هي إعطاء حوافز أكبر للرقابة من قِبَل صاحب الحصة الكبيرة[1].

وتتعقب مجموعة أخرى من النماذج ذات العلاقة مسألة حوافز المراقبة على الشركات في أسواق ثانوية ذات سيولة جيدة. وهنالك وجهة نظر مؤثرة تُعزى إلى Hirschman (1970) هي: عندما يكون بإمكان المراقبين الخروج بسهولة من الشركة، فإنهم يميلون إلى عدم ممارسة "أصواتهم". بمعنى آخر، لايمكن الاعتماد على أصحاب الحصص في ممارسة رقابة على الإدارة بفعالية إن كان لديهم خيار بيع حصتهم كبديل[2]. حقاً، يحتج بعض المُعَلِّقين [أشهرهم ,(1988) Mayer Black (1990), Coffee (1991), Roe (1994) and Bhide (1993)] بأن طبيعة أسواق الولايات المتحدة الثانوية ذات السيولة العالية تجعل من الصعب تقديم حوافز لكبار المساهمين للرقابة على الإدارة، إلا أن هذا النوع من الأسواق عالية السيولة قد لا يكون متوفراً في كثير من الأسواق في طور النشوء أو الوليدة.

تم تحليل هذه المسألة من قِبَل Kahn and Winton (1998) and Maug (1998) من بين آخرين. يُظهِر Kahn and Winton كيف تخفض سيولة السوق من حوافز حملة الأسهم على ممارسة الرقابة بإعطائهم حوافز للقيام بالاتجار على أساس معلومات خاصة بدلاً من التدخل. فهم يحتجون، على كل حال، بأن الحوافز للمضاربة قد تكون قليلة بالنسبة للشركات ذات الأسهم المربحة blue-chip، حيث من غير المرجح أن يمتلك حامل الحصة الكبيرة نسبيّاً ميزة معلوماتية هامة مقارنة بباقي المشاركين في السوق. وبشكل مشابه، يبين Maug بأنه من السهل بناء حصة من الأسهم في الأسواق السائلة. مايعطي كبار المساهمين حافزاً إضافياً للاستثمار في جمع المعلومات.

ولتلخيص ما سبق، تؤكد هذه الأدبيات على فكرة أنه إذا كانت محدودية حجم الحصة هي بسبب رغبة حامل الأسهم الكبير لتنويع وتوزيع الخطر بشكل رئيسي فإنه من المتوقع عموماً ممارسة أقل للرقابة من قِبَل المساهم صاحب الحصة الكبيرة نسبيّاً.

---

[1] يبين Demsetz (١٩٨٦) بأن التعامل الداخلي يجعل من السهل على حامل الأسهم بناء موطئ قدم وعلاقات داخل الشركة بما يساعده على المراقبة.

[2] وتُعرف فكرة قيام أصحاب الحصص ببيع حصصهم في الشركات ذات الإدارة السيئة بدلاً من محاولة تصحيح مشكلة الإدارة "بقاعدة وول ستريت" [انظر (1990) Black].

هنالك منظور مختلف كليّاً، وهو بأن المستثمر الكبير قد يرغب بتقليل حصته لضمان حدّ أدنى من سيولة السوق الثانوية. تم أخذ هذا المنظور بعين الاعتبار من قِبَل Holmstrom and Tirole (1993). فهما يحاججان بأن أسعار الأسهم في السوق الثانوية تقدم معلومات قيّمة حول أداء الشركة. على كل حال، للحصول على تقويم دقيق ينبغي أن يكون السوق الثانوي سائلاً بشكل كافٍ. وبالفعل، تزيد السيولة من عائد المضاربين للحصول على المعلومة وبالتالي تحسِّن المحتوى المعلوماتي المتضمن في سعر السوق الثانوية. عندها يمكن تضمين سعر سهم ذي محتوى معلوماتي أكبر في حِزَم التعويضات لتقديم حوافز أفضل للمدراء. وفقاً لوجهة النظر هذه، فإن السوق هو الذي يقوم بالدور الرقابي، وعندها ليس من الضروري أن يتدخل كبار المساهمين إلا بناءاً على المعلومات التي يولِّدها السوق[1].

بكلمات أخرى، قد يكون هنالك تكاملاً[2] بين المضاربة في الأسواق الثانوية ورقابة كبار المساهمين. تم تعقب هذه الفكرة أكثر لدى Faure-Grimaud and Gromb (2004) and Aghion, Bolton and Tirole (2004). تُظهِر هذه النماذج كيف يمكن تخفيض تكاليف المراقبة لدى كبار المساهمين من خلال تسعير أفضل للأسهم في السوق الثانوية. الفكرة الرئيسية هي أن التسعير الأدق يقدم ليس فقط سيولة أكبر لحامل الحصة الكبيرة من الأسهم، بل يعزز من محفزاته لممارسة المراقبة من خلال تضمين القيمة المضافة للرقابة التي يقوم بها في سعر السهم. كما تحدد الورقة الأخيرة (لدى Bolton and Tirole) درجة السيولة المُثلى لحصة كبار المساهمين لتعظيم حوافزهم للقيام بممارسة الرقابة. تجد هذه النظرية أنه من الطبيعي ممارسة حوكمة الشركات في تأسيس الأعمال الممولة برأس مال مشترك. حيث من المعروف بأن رأسماليي المشاريع المشتركة لا يستثمرون فقط حصصاً كبيرة عند تأسيس الأعمال لكنهم يستمرون بالمشاركة في إدارة الشركة قبل أن تتوجه للاكتتاب العام. ويمكن النظر إلى عقود رأس المال المشترك النموذجية كعقود مُحَفِّزة

[1] وبقول أكثر صرامة، في نموذجهم، يتواجد المساهم الكبير فقط لأنه خلال البيع إلى السوق الثانوية عليه أن يقبل بخصم يعكس تكاليف المتاجرة المتعلقة بالحصول على المعلومة التي يتوقع المستثمرون أنهم سيدفعونها لاحقاً. لهذا، يمكن لحامل الأسهم ذي الحصة الكبيرة الحصول على المقدار المرغوب من اكتساب المعلومات في السوق بتعديل حجم حصته.

[2] وهنالك صيغة أخرى من التكامل تم أخذها بعين الاعتبار في ورقة عمل Chidambaran and John (1998). يحتج الباحثان بأنه يمكن تسهيل الرقابة التي يقوم بها كبار المساهمين من خلال تعاون المدراء معهم. على كل حال، للوصول إلى مثل هذا التعاون ينبغي منحهم مشاركة بحِصَّة من ملكية الأسهم في الشركة. ومع المشاركة بملكية كافية، يُظهِر الباحثان كيف يصبح للمدراء حافزاً للإفصاح عن المعلومات تجعل من تقييمات السوق أكثر قربا من القيم الحقيقية للأعمال. ويدعيان بأن هذا يفسر سبب ترافق حصص الملكية المؤسساتية الأكبر مع مكافآت أكبر عن طريق خيارات الأسهم وبمستويات أقل لتعويضات المدراء التنفيذيين الرئيسيين CEOs [انظر Hartzell and Starks (2003)].

تهدف إلى حدٍّ ما إلى تنظيم خيارات خروج رأسمالي المشروع المشترك بحيث تقدم أفضل حوافز لممارسة الرقابة[1].

وكما في حالة الاستيلاء، هنالك منافع ملحوظة من الرقابة التي يقوم بها كبار المساهمين لكن بالمقابل قد يكون هنالك تكاليف أيضاً. وضَّحنا سابقاً بأن الاستيلاءات العدائية قد تكون غير مرغوبة أحياناً إن كان هدفها الرئيسي هو انتهاك حقوق الموظفين أو أقلية المساهمين. بشكل مشابه، قد تكون رقابة كبار المساهمين غير ملائمة. فإن استخدم صاحب الحصة الكبيرة قدرته لتوقيف الموظفين والمدراء عن عملهم، ما قد يحبط عزيمتهم عن القيام باستثمارات معينة عالية التكلفة (التي قد تكون مربحة، أوغير مربحة). وتم التأكيد على هذه النقطة في عدد من الدراسات النظرية، أبرزها لدى Aghion and Tirole (1997), Burkart, Gromb and Panunzi (1997), and Pagano and Röell (1998). لهذا، قد يكون منع الرقابة المبالغ بها والانتهازية اللاحقة سبب آخر للحد من حصة كبار المساهمين. ومع ميل الشركات الخاصة لوجود هياكل ملكية مركزة لديها فهي عرضة للرقابة الزائدة. يحتج Pagano and Röell أن أحد المحفزات الهامة للتوجه نحو الطرح العام هي أن المدير قد يرغب بتحرير نفسه من تحمل المالك أو رأسمالي المشروع[2].

على كل، هنالك فقط خط رفيع بين الرقابة الزائدة واستخلاص المنافع الخاصة، والتعامل الذاتي، والتواطؤ مع الإدارة على حساب مساهمي الأقلية. بالفعل، الهاجس الهام للعديد من المُعَلِّقين هو تضارب المصالح بين حملة الأسهم المتضمن في هياكل الملكية التي تتضمن أصحاب حصص كبيرة نسبيّاً.

---

[1] انظر Bartlett (1994), Gompers and Lerner (1999), Levin (1995) and Kaplan and Strömberg (2003) لمناقشة الشروط التعاقدية التي تحكم خروج رأسمالي المشروع المشترك. كذلك انظر Berglöf (1994) and Hellman (1998) لمعلومات حول نماذج حوكمة الشركات للشركات الممولة من قبل مصدر مشترك.

[2] تأخذ معظم الأدبيات النظرية حول كبار حملة الأسهم بعين الاعتبار فقط هياكل الملكية حيث تكون كل حصص حملة الأسهم صغيرة ماعدا حصة واحدة تكون كبيرة. إلا أن دراسة Zwiebel (1995) هي استثناء من ذلك. حيث أخذ يعين الاعتبار هياكل ملكية حيث قد يكون هنالك أكثر من صاحب حصة كبيرة كما تسمح دراسته بحصول تحالفات بين صغار حملة الأسهم. في مثل هذه الأوضاع يُظهِر Zwiebel بأن أحد الأدوار التي تؤديها الحصص الكبيرة هي الوقاية من تحالفات حملة الأسهم الأصغر الذين قد ينافسون للحصول على السيطرة [انظر أيضاً Gomes and Novaes (2000) and Bloch and Hege (2000) للحصول على تحليلين آخرين أُجرِيا مؤخراً لهياكل الملكية مع حالة وجود عدّة حصص كبيرة من حملة الأسهم]. ونجد منظور آخر مختلف تماماً حول دور حملة أسهم كبار خارجيين (أصحاب حصص كبيرة) لدى Muller and Warneryd (2001) الذين يحتجا بأن المالكين الخارجيين يمكنهم تقليل سعي الداخليين والمدراء لريع (rent) غير كفوء من خلال حثهم لتوحيد الجهود لمواجهة أنشطة الخارجيين الذين يسعون لريع rent لأنفسهم. تناسب هذه القصة، بشكل جيد، حالة العديد من الشركات المملوكة عائلياً لجيل ثاني، الذي يقرر فتح ملكيتهم أمام الخارجيين كمحاولة لإيقاف العداء والتجزئة بين أعضاء العائلة.

حيث تقترح تحليلات Aghion and Tirole (1997), Burkart, Gromb and Panunzi (1997), and Pagano and Röell (1998) بأنه إن كان هنالك خطر من الرقابة الزائدة أو التعامل الذاتي فمن الممكن تصميم هيكل ملكية أو نظام أساسي للشركة للحد من قدرة صاحب الحصة. لكن Bebchuk (1999) and Bebchuk and Roe (1999) يرد بأنه بالرغم من إمكانية تصميم نظام أساسي نظرياً بحيث يقيد التعامل الذاتي، إلا أنه من غير المُرَجَّح أن تنجح هذه النظرية (نظرية Coase) في التطبيق العملي وبالتالي سيتم استدعاء التعليمات التي تحد من حقوق صاحب الحصة الكبيرة. طوَّر Bebchuk (1999) نموذجاً حيث تكون الملكية المشتتة غير مستقرة عند قدرة كبار المساهمين الحصول على عوائد rents من خلال التعامل الذاتي على اعتبار وجود حافز دائماً لانتزاع وحماية عوائد السيطرة. إن لم ينتزع المساهم بحصة كبيرة منافع من خلال السيطرة عندها ستقوم الإدارة بذلك. على كل حال، ترتكز خلاصة Bebchuk المتطرفة على افتراض بأنه لايمكن ضبط المدير الذي يتعامل ذاتياً (يتاجر ذاتياً) من خلال التهديد بالاستيلاء[1].

وخلاصته العامة بأنه إن كان التعامل الذاتي ممكناً في ظل قانون شركات متراخٍ، فإنه سيقود بشكل حتمي إلى ملكية مُرَكَّزة – هي نسخة خاصة من النقاش العام المذكور سابقاً بأنه في ظل الملكية المُشَتَّتَة: بأنه لن يكون بإمكان الإدارة الالتزام بقاعدة حوكمة شركات كفوءة مسبقة. وأضاف Bebchuk and Roe (1999) نقطة مُكَمِّلة بالقول بأن عدم الكفاءة يمكن أن تستمر في حال وجود مشكلة تصرف تراكمي في إدخال ترتيبات حوكمة شركات أفضل.

وعليه، فقد تمت مناقشة تكاليف ومنافع الاستيلاءات والرقابة على التوالي. لكن ماهي مزايا كل مدخل منهما؟ تم اقتراح تحليل مقارن لهذه المسألة من قِبَل Bolton and von Thadden (1998a,b). ويحتجّا بأن هنالك منفعة هامة من هياكل أصحاب الحصص هي بأن الرقابة ستأخذ مكانها بشكل مستمر. على النقيض، يمكن أن يقدم نظاماً ذي ملكية مشتتة للأسهم رقابة وتدخلاً فقط في حالات الأزمة (إن كان سيحدث هنالك تدخل)، من خلال استيلاء عدائي. أما المنفعة من

[1] تم تحليل مسألة المنافسة على عوائد السيطرة بين حامل الحصة الكبيرة من الأسهم وبين المدير التنفيذي الرئيسي لدى Burkart and Panunzi (2005). وهما يحاججان بأن الولوج إلى عوائد السيطرة له آثار تحفيزية إيجابية بالنسبة للمدير التنفيذي CEO. كذلك الأمر بالنسبة لصاحب الحصة الكبيرة من الأسهم بتحفيزه على الرقابة. على كل حال، قد تقلل المنافسة بين هذه الطرفين من الحوافز لكلا الطرفين.

الملكية المشتتة، من جهة أخرى، هي تعزيز السيولة في الأسواق الثانوية. وأظهرا بأن هيمنة أي من النظامين على الآخر ستَتَحدَّد بناءاً على قيمة الرقابة، والحاجة للتدخل والطلب على السيولة.

وهنالك تحليل مقارن آخر اقترحه John and Kedia (2000). فقد مَيَّزا بين آليات 'التقييد الذاتي' (مثل رقابة البنك أو أصحاب الحصص) وآليات 'التدخل' (مثل الاستيلاءات العدائية). وسمحا للظروف التي يرتكز عليها التحليل بالتباين وفقاً لثابتين هما: تكاليف مراقبة البنك وفعالية الاستيلاءات العدائية. وتكون آلية الحوكمة الأمثل بناءاً على قيم هذين الثابتين إمَّا: أ) ملكية مُرَكَّزة (عندما تكون رقابة البنك مُكلِفة ولاتهديد من الاستيلاءات)، ب) رقابة عن طريق البنك (عندما تكون تكاليف هذه الرقابة منخفضة والاستيلاءات غير فعالة)، جـ) ملكية مشتتة واستيلاءات عدائية (عندما تكون الدفاعات بوجه الاستيلاء منخفضة والمراقبة مُكلِفة). وأحد التضمينات الممكنة لتحليلهم هو بأن حوكمة الشركات في أوروبة واليابان قد لاتقترب من الممارسة في الولايات المتحدة ببساطة بمجرد إدخال نفس تشريعات الاستيلاء. وإن كانت البنوك قادرة على ميزة مقارنة بباقي آليات الرقابة فقد تستمر رقابة البنوك بالهيمنة في هذه البلدان[1] (Marco Becht, et al. 2005, p:21).

هنا، يشير الباحث إلى تضمين مجموعة من المتغيرات في نموذجه المُقترح تتعلق بدراسة هيكل الملكية وتركُزها، ومدى وجود مساهمين أصحاب الحصص للتعرف إلى دورهم في حوكمة الشركات محل الدراسة وأدئها وقيمتها.

٢-٣ نموذج تفويض الرقابة لكبار الدائنين

تهتم إحدى المسائل متزايدة الأهمية، والمتعلقة برقابة حملة الأسهم الكبار أو المستثمرين، بدور نشاط المساهمين المؤسساتيين كصناديق التقاعد وغيرها من الوسطاء الماليين. تشتري صناديق التقاعد والصناديق المشتركة وشركات التأمين (والبنوك خارج الولايات المتحدة) حصصاً كبيرة في الشركات غالباً ويمكنها أن تلعب دوراً فعالاً في رقابة الإدارة. عموماً، وعلى كل حال، يميل هؤلاء

---

[1] وهنالك أيضاً تحليل آخر قدمه Ayres and Cramton (1994). فقد أكدا على وجود منفعتين لهياكل أصحاب الحصص الكبيرة. أولاً: رقابة أفضل، وثانياً: ضغط (قصير النظر) أقل من قِبَل السوق لتقديم أداء أفضل أو للوقاية من استيلاء عدائي [انظر كذلك Narayanan (1985), Shleifer and Vishny (1989), and Stein (1988, 1989) للحصول على تحليل رسمي للسلوك قصير النظر الذي تحثُّه الاستيلاءات العدائية]. على كل حال، إن مقولة أن ضغط أقل من قِبَل السوق هو منفعة حقيقية هي أمر قابل للنقاش [انظر Romano (1998) لمناقشة هذه النقطة].

ليلعبوا دوراً غير فعال بسبب القيود القانونية أو بسبب نقص الحافز [انظر Black (1990), Coffee (1991), Black and Coffee (1994)]. تعتبر إحدى مزايا زيادة فعالية المستثمرين المؤسساتيين الكبار هي أن هنالك احتمالاً أضعف بأن ينخرط مدراء الصناديق بالاتجار الذاتي؛ وعليه يمكن النظر إليهم على أنهم مراقبن مثاليين تقريباً على الإدارة. لكن المشكلة الأساسية مع المراقبة المؤسساتية هي عدم وجود حصة مالية مباشرة لمدراء الصندوق في الشركات التي يستثمرون فيها لذلك ليس لديهم حافز مباشر أو كافٍ للمراقبة[١].

وقد تم تحليل قضية حوافز المستثمر المؤسساتي للرقابة في سياق المراقبة من قِبَل البنوك بشكل رئيسي. والتحليل الأول لمسألة من يراقب المراقب (في سياق تمويل البنوك) قام به Diamond (1984). ويُظهِر بأنه لتجنب ازدواج المراقبة من قِبَل مستثمرين صغار، فإن تفويض المراقبة للبنك يمكن أن تكون كفوءة[٢]. ويحل Diamond مسألة 'من يراقب المراقِب' والازدواجية المحتملة لتكاليف المراقبة بالنسبة للمودعين، من خلال إظهار ما إذا كان البنك قد نوّع استثماراته بشكل جيد وكافٍ عندها يمكنه ضمان عائد ثابت لمودِعيه وبشكل تام. وكنتيجة لذلك، يعرض البنك عقداً كدين (آمن تقريباً) لمودِعيه، بحيث لا يكون المودِعون بحاجة لمراقبة إدارة البنك بشكل مستمر[٣]. ليس عليهم إلا تفحص دفاتر البنك عندما يكون في حالة فشل مالي، وهو حدث نادر جداً عندما تكون محفظة استثمارات البنك متنوعة بشكل جيد. وكما أكد Calomiris and Kahn (1991) and Diamond and Rajan (2001) مؤخراً، على كل حال، يتطلب الإبقاء على حوافز البنوك في المراقبة توصيفاً متأنياً لعقود الإيداع. خصوصاً، أن حوافز البنوك يتم الإبقاء عليها في نموذجهم فقط إن لم يكن هنالك تأمين على الودائع، مع الحفاظ على خاصية القادم أولاً تتم خدمته أولاً بالنسبة لعقود ودائع البنك. بمعنى آخر، يتم الحفاظ على حوافز البنوك للقيام بالمراقبة فقط إذا تم ضبط البنوك من خلال تهديدها بأن تصبح بنوك يديرها أصحاب الودائع فيها[٤].

---

[١] فكما يحاجج Romano (2001) وكما تقترح الأدلة التطبيقية لغاية تاريخه [انظر Karpoff (1998)] يمكن القول بأن فعالية المؤسساتيين غير كافية أو أنها في غير موضعها.

[٢] بشكل أكثر عمومية، فالبنوك ليست فقط مراقبين مُفَوَّضين، بل مُفاوِضِين مُفَوَّضين كذلك؛ فهم يعرضون علاقات الإقراض؛ انظر Bolton and Freixas (2000) and Petersen and Rajan (1994).

[٣] انظر Krasa and Villamil (1992) and Hellwig (2000a) للحصول على تعميمات لنتيجة Deamond كذلك.

[٤] لا يتم حزم حوافز مدراء صناديق التقاعد على الرقابة بمثل هذا التهديد الضابط. وعلى الرغم من المتطلبات الإلزامية للقيام بدور فعال (على الأقل في الولايات المتحدة) لا يبدو أن لدى مدراء صناديق التقاعد حوافز قوية لمراقبة مدراء الشركات التي يستثمرون فيها. [انظر Black (1990) لمناقشة التعليمات التي تحكم أنشطة رقابة صناديق التقاعد وأثارها في الولايات المتحدة].

أحد التضمينات لهذه النماذج الأخيرة أنه في ظل نظام ضمان الودائع، لن تقوم البنوك بمراقبة الشركات بشكل كافٍ وستنخرط في إقراض متهور. يُشار إلى الحالات المتزايدة من الأزمات المصرفية في الـ ٢٠ سنة الماضية أحياناً كدليل مؤيد لهذا المنظور. وما إذا كان منشأ هذه الأزمات في ضمان الودائع وفي الحوكمة غير الكافية للبنوك هو أمر قابل للنقاش. ويحتج مُعلِّقون آخرون بأن سبب الأزمات المصرفية الأخيرة يعود على الأرجح من أزمات معدلات الصرف و/أو من فقاعة المضاربة. ويضع العديد من المُعَلِّقين أملاً ضعيفاً على قدرات المودِعين (بغض النظر عن حوافزهم) في مراقبة البنوك ويرون أن مُشرعي البنوك هم في موقع أفضل للرقابة عليها لصالح المودِعين [انظر (1994) Dewatripont and Tirole]. وتتفق فكرة أن ضمان الودائع يولِّد حوافز كافية لمُشَرِّعِي البنوك لمراقبة البنوك، كونهم آخر من يمكنهم الادعاء على البنوك الخاسرة. على كل حال، يمكن أن يكون لنقص الالتزام بإغلاق البنوك المفلسة ولضعف إلزام القوانين الغلبة على هذه الحوافز. وغالباً ما يحتج البعض بأن إنقاذ البنوك وتوقع الإنقاذ مرّة أخرى في المستقبل يولِّد مشكلة 'أخلاقية ذهنية' في تخصيص الائتمانات (انظر Gorton and Winton لمسح إضافي حول هذه القضايا)[١].

وسيناقش البحث بمزيد من التفصيل دور المصارف والتمويل المصرفي في التعامل مع مشاكل الحوكمة، والتعرف على مكامن مصلحة البنوك في تمويل الشركات ذات الحوكمة الضعيفة؛ ثم ما هي الآليات والمزايا الحوكمية (مقارنة مصادر التمويل بالديون الأخرى) التي يمكنها استخدامها لحماية تمويلاتها والحدّ من مشاكل الحوكمة؟ وما علاقة هيكل الملكية بالتمويل عن طريق البنوك؛ وما أثر ذلك على فرضيات ومتغيرات النموذج المقترح، خاصة في البلدان محل هذه الدراسة (البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة)؟

تبرز هنا أهمية إضافة متغير أو متغيرات لتضمين هذا الدور في النموذج المدروس. من أهم المتغيرات المدروسة في هذا المجال هو الدَّين (Debt). أما مجموعة الفرضيات التي ترتبط بدور كبار الدائنين فسيأتي البحث على ذكرها عند التطوير الفرضي لدور القطاع المالي والمصرفي في تطوير الحوكمة في البلدان محل الدراسة.

[١] كما وضَّح (1999) Mitchell (2000) and Aghion, Bolton and Fries بأن مشكلة المخاطرة الأخلاقية تتفاقم من خلال حوافز مدراء البنوك لإخفاء خسائر القروض. وكذلك عدم قدرة البنوك على الالتزام بشكل مسبق بإنهاء المشاريع غير الكفوءة تعتبر مشكلة أخرى يمكن أن تفاقم المخاطرة الأخلاقية [انظر (1995) Dewatripont and Maskin]. من جهة أخرى، وكأصحاب دين (مضمون) تميل البنوك إلى تسييل المُقرِضين المتعثِّرين [انظر (1994) Zender (1991) and Dewatripont and Tirole].

٢-٤ النماذج المعتمدة على المجالس

البديل الثالث لحل مشكلة التصرف الجمعي بين حملة الأسهم المشتتين هو رقابة المدير التنفيذي الرئيسي من قبل مجلس، بحيث من مهام المجلس انتقاء المدير التنفيذي، ومراقبة الإدارة، والتصويت على القرارات الهامة مثل الاندماج والاستحواذ، والتغيرات في تعويضات المدير التنفيذي، والتغيرات في هيكل رأس مال الشركة مثل شراء الأسهم أو مسائل القروض الجديدة، وغيرها. ومن حيث المبدأ يُقصَد بمعظم الأنظمة الأساسية للشركات أن تعمل 'كديمقراطية حامل الأسهم'، بحيث يمثِّل المدير التنفيذي الفرع التنفيذي للحكومة ومجلس الإدارة كالفرع التشريعي. لكن، كما يحتج العديد من المعلقين، بأن مجلس الإدارة في الشركات ذات الملكية المشتتة هو أقرب ليكون 'هيئة مصادقة وتبرير لعمل المدير التنفيذي' أكثر منه كمشرِّع مستقل يفحص ويعمل كقوة موازِنة لقوة المدير التنفيذي الرئيسي. وأحد أهم أسباب خضوع المجالس غالباً لتحكم الإدارة هو أن للمدراء التنفيذيين الرئيسيين تأثيراً كبيراً على اختيار أعضاء المجلس. كما لدى المدراء التنفيذيين معلومات متفوقة على غيرهم. وحتى عندما تبلغ المجالس مستوى الاستقلال المطلوب عن الإدارة فهي ليست فعالة كما ينبغي لأن أعضاء المجالس يفضلون لعب دور 'استشاري' أقل تحدٍّ من لعب دور رقابي أكثر انتقادية. أخيراً، يمتلك الأعضاء عموماً حصة مالية محدودة جداً في الشركة.

ركزت معظم الجهود التنظيمية على مسألة استقلال المجلس. وقد أدخلت العديد من البلدان، في محاولة لتقليل تأثير المدير التنفيذي على المجلس، متطلبات بأن يكون هنالك حدّ أدنى من الأعضاء 'المستقلين' ضمن تركيبة المجلس. والمنطق العقلي وراء هذه التعليمات، أنه إن كان الأعضاء مستقلين عن المدير التنفيذي فهم سيدافعون أكثر عن مصالح حملة الأسهم. لكن ليس من الصعب إيجاد صدع في هذا المنطق. فمثلاً، الأعضاء الذين ليس لديهم إلمام بالشركة قد يفتقدون المعرفة أو المعلومة اللازمة ليكونوا مراقبين فعالين. ثم إن الأعضاء المستقلين مازالوا يعتمدون على المدير التنفيذي لإعادة تعيينهم. وربما نقطة الضعف الأهم في هذا المنظور أنه لا ينطبق على هياكل الملكية المركزة بشكل جيد. وعندما يكون هنالك مساهم مسيطِر، فإن ما ينبغي الدعوة إليه هو ليس فقط الاستقلال عن المدير التنفيذي، بل كذلك الاستقلال عن المساهم المسيطِر. ففي الشركات ذات الملكية المركَّزَة ينبغي أن يحمي الأعضاء المستقلون مصالح الأقلية من حملة الأسهم تجاه كِلا تصرفات المدير التنفيذي وأصحاب الحصص الكبيرة.

ينظر العديد من المعلقين إلى هذه القواعد بعين من الريبة. فحتى الآن، تعتبر معظم الأبحاث حول مجالس الإدارة وأثر استقلال أعضائها أبحاثاً تجريبية، والنتائج المتعلقة بآثار استقلال الأعضاء ماتزال مختلطة. فهنالك بعض الأدلة التي تدعم فرضية أن استقلال الأعضاء يحسِّن أداء المجلس، مثل، أن هنالك أرجحية أكبر بأن المجلس المستقل سيقيل المدير التنفيذي الرئيسي إثر الأداء السيِّئ [(1988) Weisbach]، أو ردة الفعل الإيجابية لسعر السهم إثر أخبار بتعيين عضو خارجي [(1990) Rosenstein and Wyatt]. لكن هنالك أدلة بالمقابل تقترح بأنه لاوجود لعلاقة قوية بين أداء الشركة وتركيبة المجلس [مثلاً، ,(1991) Hermalin and Weisbach Byrd and Hickman (1992); Mehran (1995); see Romano (1996), John and Senbet (1998), Hermalin and Weisbach (2003)].

على النقيض من الأدبيات التجريبية الكثيرة حول تركيبة المجلس، لايوجد تقريباً تحليل رسمي لدور مجالس الإدارة ولكيفية تنظيمها. وهنالك مساهمة هامة في هذا المجال من قِبَل Hermalin and Weisbach (1998). فقد أخذوا باعتبارهم نموذجاً يكشف فيه أداء الشركة معلوماتٍ حول قدرة المدير التنفيذي في حال المراقبة من قِبَل المجلس. ويعتبر مدى الرقابة من خلال المجلس وظيفة أو دالَّة 'لاستقلال' المجلس مُقاساً بحوافز الأعضاء المالية إضافة لنفورهم من مواجهة الإدارة. لهذا اعتبَرا استقلال المجلس متغيراً باطنياً النمو. وتم تحديد تعيينات الإدارة في نموذجهم من خلال مفاوضات بين المجلس الحالي والمدير التنفيذي. وتُشتق قدرة الأخير التفاوضية بشكل كلي من قدرته المتفوقة نسبة لباقي المدراء البدلاء المتاحين. لذا، مع تحسن أداء الشركة تنمو سلطة المدير التنفيذي ويميل استقلال المجلس للإضمحلال. وبالنتيجة تصبح الرقابة الوثيقة على المدير التنفيذي أقل كلما طال بقاؤهم في مراكزهم. ويسلط نموذجهم الضوء على وجهة نظر ثاقبة: وهي التآكل التدريجي لفعالية المجالس مع مرور الوقت. وهذا يقترح بأن يتم تحفيز الاستجابة التشريعية أو التنظيمية بشكل مباشر على عملية انتقاء أعضاء المجلس وعلى حوافزهم المالية لرقابة الإدارة.

ويعتبر نموذج Hermalin and Weisbach خطوة أولى مهمة في تحليل كيفية انتقاء الأعضاء وكيفية ربط حوافزهم لمراقبة الإدارة بعملية الانتقاء. هنالك تحليلات رسمية أخرى لا ترسم نموذجاً واضحاً لعملية انتقاء الأعضاء. يسمح Warther (1998) بإقصاء أعضاء المجالس الذين يمثلون

الأقلية ويعارضون الإدارة، لكن يُفترض أن يتصرف الأعضاء الجدد بما فيه مصلحة المساهمين[1]. على اعتبار أن الأعضاء يفضلون البقاء في المجلس بدلاً من أن يتم استبعادهم، يتنبأ نموذجه بأن الأعضاء سيعارضون التصويت ضد الإدارة إلا إذا كان هنالك دليل واضح على سوء الإدارة بحيث يمكن أن يكونوا واثقين بشكل كافٍ بتشكل أغلبية ضد الإدارة. لهذا يتنبأ نموذجه بأن المجالس تكون فعالة فقط في حالات الأزمات[2]. أحد تضمينات تحليله هو أن تحديد الصرف من المنصب و/أو إدخال قيود بتحديد فترة ثابتة للبقاء في تَوَلِّي المنصب يميل إلى تحسين يقظة واحتراس المجلس.

كذلك لم يضع Raheja (2002) نموذجاً لعملية انتقاء الأعضاء. فقد أخذ نسبة الأعضاء المستقلين كمتغير ضبط. والافتراض الجوهري في نموذجه هو بأن الأعضاء المستقلين لايملكون المعرفة الكافية مقارنة بالمدير التنفيذي والأعضاء الداخليين. واعتبر أن هنالك نوعين لقرارات المجلس: خيار المشروع ونجاح المدير التنفيذي. وتُستخدم المنافسة للنجاح لإغراء الداخليين لكشف المعلومات الخاصة التي يتشاركونها فيما بينهم حول خصائص المشروع. يشتق Raheja تركيبة وحجم المجلس اللَّذَين يستخلصان معلومات داخلية بأفضل ما يُمكِن، ويظهر كيف يمكن أن تتباين هذه المعلومات تبعاً لخصائص الشركة التي ترتكز عليها(Marco Becht, et al. 2005, p:24).

يَأخذ Hirshleifer and Thakor (1994) بعين الاعتبار التفاعل بين الرقابة الداخلية من قِبَل مجالس الإدارة والرقابة الخارجية من قِبَل المُغِيرِين على الشركة. ولتهديدات الاستيلاء أثرٌ ضابطٌ على كِلا الإدارة والمجالس. وقد أظهرا بأنه حتى مجالس الإدارة التي تتصرف لصالح حملة الأسهم قد تحاول إيقاف الاستيلاء العدائي[3].

يركِّز Adams (2001) على التضارب بين وظائف المراقبة والاستشارة لدى المجلس: فيمكن لدور المجلس الرقابي تقييد قدرته على استخلاص المعلومات من الإدارة، هذه المعلومات التي قد تكون هنالك حاجة لها من أجل دورهم الإستشاري. لهذا يعطي النموذج نظرة على المنافع الممكنة من إنشاء نظام مجالس ثنائي، كما في ألمانيا.

---

[1] انظر Noe and Rebello (1996) كذلك لنموذج مشابه حول عمل المجالس.
[2] سيناقش البحث دور الحوكمة خلال الأزمات المالية في معرض لاحق ضمن هذا البحث.
[3] انظر كذلك Maug (1997) للحصول على تحليل لنقاط القوة والضعف النسبية في إشراف المجلس، والاستيلاءات والرافعة المالية في ضبط أداء الإدارة.

بالمجموع، لُوحِظ أن الأدبيات الرسمية حول مجالس الإدارة قليلة مقارنة بأهمية مجلس الإدارة في مناقشات سياسات الشركة. كما أن هنالك قاعدة مشتركة ضئيلة بشكل مدهش بين النماذج. إذ يبقى هنالك الكثير ليتم اكتشافه. فقد ركزت الأدبيات بشكل رئيسي على قضايا تتعلق بتركيبة المجلس وانتقاء الأعضاء. بالمقابل، تعتبر مسائل عمل وظائف المجلس وكيفية تشكيل اجتماعات المجلس لضمان رقابة أكثر فعالية على الإدارة هامة وبشكل مساوٍ. وتبدو هذه مجالا خصباً لبحث مستقبلي. ولدراسة هذا الدور يُضَمِّن الباحث طيفاً واسعاً من المتغيرات تتعلق بمجلس الإدارة ومدى استقلاليته وفعاليته (من حيث هيكلية المجلس وإجراءاته) في حوكمة الشركات محل الدراسة ومدى انعكاس ذالك على أدائها وقيمتها كما سيأي ذكره لاحقاً.

٢-٥ النماذج المرتكزة على تعويضات وحوافز المدراء

وهنالك طريقة أخرى لتحسين حماية حملة الأسهم بجانب المراقبة والسيطرة على تصرفات المدير التنفيذي، هي تشكيل مكافَآت للمدير التنفيذي لرصف أهدافه مع أهداف حملة الأسهم. وهذا مايُفتَرَض أن تحققه تعويضات الإدارة التنفيذية.

تتألف معظم حِزَم التعويضات في الشركات المطروحة للتداول العام من عنصر الراتب الأساسي، وعلاوات "بونص" تتعلق بالأداء قصير الأمد (مثال، الأرباح المحاسبية)، وخطة اشتراك في الأسهم (على شكل خيارات أسهم بمعظم الوقت). كما تتضمن الحزمة منافع أخرى متنوعة، مثل حقوق التقاعد وبدل الإنقطاع أو التوقيف عن العمل (يشار إليها عادة "بالمظلات الذهبيبة").

وتكون لجنة التعويضات التابعة لمجلس الإدارة في معظم شركات الولايات المتحدة مسؤولة عن تحديد المدفوعات للمدراء التنفيذيين. وتعتمد هذه اللجان عموماً على 'معايير السوق' لتحديد مستوى وتركيبة هذه التعويضات[١]. تميل هذه العملية لتؤدِّي إلى تدرج متصاعد في قيمة المدفوعات المعيارية. وتُصَنَّف الولايات المتحدة على أنها من أعلى الدول في مدفوعات تعويضات المدراء التنفيذيين في العالم. وعلى الرغم من أن المدراء التنفيذيين في الولايات المتحدة يتلقون أعلى مستويات لتعويضات أي مدير تنفيذي في العالم وبهامش كبير عن أي دولة أخرى منذ بداية عقد

[١] تستند لجان التعويضات غالباً على نصيحة الخبراء الخارجيين الذين يضعون توصياتهم على أساس معدل مدفوعات التعويضات الملحوظ، واتجاه معدل التعويضات، و/أو على تقديرهم للتعويضات التي يمكن أن يدفعها منافسون معينون لمرشحين معينين.

الثمانينـات مـن القـرن العشـرين –حتـى بعـد التصـحيح وفـق حجـم الشـركة – اسـتمرت الفجـوة فـي مدفوعات هؤلاء المدراء بالتزايد لغاية نهاية القرن العشرين وبشكل جوهري – بسبب الأهمية المتزايدة لخيارات الأسـهم فـي حِزَم تعويضات المدراء بشكل كبير [انظر see Murphy Hallock and Murphy (1999)].

كان هنالك هاجس دائم أنه على الرغم من دور خيارات الأسهم في تحسين حوافز المدراء التنفيذيين الرئيسيين لزيادة قيمة السهم إلا أنـه بالنسبة لهم هنالك كذلك طريقة سهلة ومباشرة لكسب مزيد من الثروة وتجريد حملة الأسهم بالفعل، يرى الممارسون مَنْح حِزَم تعويضات كبيرة بشكل غير عادي كدليل على ضعف حوكمة الشركة [(Minow (2000].

على كل حال، وعلى الرغم من رفع الأصوات للتنبيه حول هذا الهاجس، لم تكن هنال أية محاولة لتحليل تحديد المدفوعات للمدير التنفيذي وفقاً لخطوط (1998) Hermalin and Weisbach، من خـلال نمذجة عمليـة عقد الصـفقات بين المدير التنفيذي، ولجنـة التعويضـات ومجلس الإدارة، وكذلك عملية انتقاء أعضـاء اللجنـة والمجلس. بـدلاً من ذلك، اعتمد معظم التحليل الرسمي على النظريـة العامة للتعاقد وفق المخاطرة الأخلاقية التي كتب عنها ,(Mirrlees (1976, 1999 (Holmstrom (1979) and Grossman and Hart (1983 لرسم خلاصات عامة حول تركيبـة المـدفوعات للتنفيـذيين، كالمفاضـلة بـين المشـاركة بـالخطر والحـوافز والرغبـة فـي جعـل التعويضـات مرتكزة على كل مقاييس الأداء التي تعطـي معلومات حول تصرفات المدير التنفيذي الرئيسـي.

يمكن لنموذج الوكالة حسب (Holmstrom and Trirole (1993، الذي يُدخِل تبادل الأسهم (الاتجار بالأسـهم) فـي السوق الثانويـة (ضـمن نموذجـه)، أن يبـرر المكونـات الرئيسية الثلاثـة لحزم تعويضـات التنفيذيين (الراتب، العلاوات على أساس الأرباح، والمشاركة بالأسهم)، لكن ذلك لايعنـي أن مستشاري تعويضات التنفيذيين يرتكزون في تصميم عقود التعويضات في الممارسة العملية على اعتبارات دقيقة مثل المعرفة النسبية التي تقدمها مقاييس الأداء المختلفة. بل على العكس، تقترح كل الأدلة الحالية بأن الحال ليس كذلك، أي أن المقاييس ليس هي الاعتبارات الرئيسية عند تحديد تركيبة حزمة المدفوعات [يمكن العودة هنا أيضاً إلى المسح الذي أجراه (Murphy (1999].

وهنالك عامل آخر يسبب التعقيد، وهو أن المدراء التنفيذيين الرئيسيين يتحفَّزون بالحوافز الضمنية والظاهرة. ويهتمون بالأداء ليس لأن الدفع لهم يتم على أساسه بل لأن فُرَص مستقبلهم المهني تتأثر بذلك. يسمح التحليل الرسمي الذي أجراه Gbbons and Murphy (1992) بوجود كِلا النوعين من الحوافز [1]. ويقترحان بأن التعويض المادي ينبغي أن يرتفع مع العمر والمنصب، وكلما استمر المدير التنفيذي في عمله كلما قلت حوافزه الضمنية (Marco Becht, et al. 2005, p:26).

أخيراً، تفترض نظرية الوكالة التي تبرر خطط تعويضات التنفيذيين في كثير من نواحيها (مضامينها) وبشكل غير واقعي بأنه لايمكن التلاعب بالأرباح وبأسعار الأسهم. وهذه نقطة ضعف هامة في هذه النظرية تم تسليط الضوء عليها إثر الفضائح المحاسبية الأخيرة بما فيها إنرون، Global Crossing, WorldCom وغيرها.

بشكل إجمالي، وحيث أن الأدبيات الكثيرة حول نظرية الوكالة تقدم إطاراً لتحليل عقود تحفيز مثالية إلا أنها ابتعدت كثيراً عن تفاصيل تعويضات التنفيذيين عموماً. أكثر من ذلك، يبقى الرابط الهام بين تعويض التنفيذيين وحوكمة الشركات، إضافة لعملية تحديد المدفوعات للتنفيذيين مشاكل مفتوحة ينبغي استكشافها على المستوى الرسمي.

مرَّة أُخرى، سيعمل البحث على تضمين مجموعة من المتغيرات التي تتعلق بمزيج التعويضات في النموذج المقترح للتعرف على مدى دور وعلاقة هذه المتغيرات بأداء الشركات محل الدراسة وحوكمتها.

٢-٦ نماذج الجمهور المتعدد (أصحاب المصالح المتعددين):

تتبنى الأدبيات الرسمية حول تعويضات مجلس الإدارة والتنفيذيين وجهة النظر القائلة بأن مجلس الإدارة يمثل مصالح حملة الأسهم فقط. على كل حال، ليس الأمر كذلك في واقع الحال. فعندما يكون لشركة علاقة طويلة الأمد مع مصرف فليس من الغريب أن يجلس ممثلوا المصرف كأعضاء مجلس إدارة لهذه الشركة [see Bacon and Brown (1975)]. وبشكل مشابه، لا يعتبر أمراً

---

[1] انظر أيضاً Holmstrom and Ricart I Costa (1986) and Zwiebel (1995) لتحليل التعويضات الإدارية بحوافز ضمنية. تركز ورقة العمل هذه على مسألة كيفية تأثير الهواجس المهنية بتشويه حوافز المدراء للإستثمار بكفاءة. ويمكنها أن تحث صيغة من المحافظة عند اختيار مشاريع الاستثمار بشكل خاص.

غير عادي أن يشغل مدراء تنفيذيون رئيسيون مناصب لشركات أخرى لها علاقة في مجلس إدارة الشركة. ففي بعض البلدان، خاصة في ألمانيا، يُطلب من الشركات وجود ممثلين عن الموظفين ضمن المجلس.

ومع أهمية هذه المسألة، لايوجد إلا القليل من الأدبيات حولها. وربما الفجوة الأكبر هي غياب نموذج يأخذ عمل المجلس بوجود ممثلين متعددين عن أصحاب المصالح. تركز النماذج الحالية بشكل رئيس على مسألة متى وما إذا كان من المرغوب بالنسبة لشركة ما مشاركة السيطرة بين عدة جهات (من أصحاب المصالح وحملة الأسهم). هذه النماذج منمَّقة بشكل كبير وزائد عن مجرد توضيح مسألة تمثيل المجلس.

بالتالي ينبغي إضافة متغيرات لدراسة مدى تضمين أصحاب المصالح في حوكمة الشركات محل الدراسة. وقد تكون هنالك عدة متغيرات ذات علاقة؛ كموضوع متطلبات الإفصاح التي تقدم المعلومات الهامة لهذه الأطراف، ومتغيرات حول مدى مشاركة وتمثيل الموظفين وباقي أصحاب المصالح في حوكمة الشركات ومراعاة مصالحهم من قبل إدارة هذه الشركات محل الدراسة.

٢-٦-١مشاركة الحوكمة مع الدائنين

انتبهت عدة دراسات لموضوع تقسيم السيطرة بين المدراء، وحملة الأسهم والدائنين وكيف تؤثر التوزيعات المختلفة على قرارات التصفية (أو التسييل) وإعادة الهيكلة المستقبلية. وكانت مشاركة الملكية (مُركَّزة أم لا) هي العامل الجوهري في هذه الدراسات.

يأخذ Aghion and Bolton (1992) بعين الاعتبار حالة تركُّز الملكية ويحتجان بأن الشركات المملوكة عائلياً ترغب بالحدّ من سيطرة المستثمرين الخارجيين لأنها تأخذ خيار القدرة على رفع دعاوٍ قضائية ضدها في المستقبل ماقد لاتعتبره مُعظِّم للربح. وقد ترى هذه الشركات أن سيطرة العائلة أفضل وأعلى قيمة بالنسبة لها ما قد يجعلها تعمل على إحباط أية عروض للاستحواذ حتى ولو جاءت أعلى من صافي القيمة الحالية للأعمال والأنشطة الحالية. أو، أنها قد تفضل إبقاء حجم الأعمال صغيراً وتحت سيطرة العائلة حتى ولو كان التوسع يعطي ربحاً أكثر. على كل، وفي بعض الحالات، قد لايكون أمامهم خياراً إلاّ التخلي عن بعض إن لم يكن كل السيطرة للمستثمر الخارجي إن كانت هذه الشركات ترغب تأمين رأس المال بتكلفة معقولة. يُظهِر Aghion and Bolton أنه في ضوء بعض الظروف يكون الترتيب التعاقدي الكفوء هو الحصول على تخصيص

طارئ للسيطرة إلى الدولة، مثلاً، إما على شكل تمويل بالدين أو في ظل ترتيبات مشروع مشترك نموذجي[1].

ويعطي Zender (1991), Diamond (1991, 1993), Dewatripont and Tirole (1994), Berglof and von Thadden (1994), Aoki (1990) and Aoki et al. (1994) تفسيراً أو أساساً منطقياً آخر لتقاسم السيطرة مع الدائنين (أو بشكل عام أكثر مع ذوي الدعاو الثابتة على الشركة (fixed claim holders). تقترح كل هذه الدراسات بأن التهديد بالتصفية أو بالتسييل قد تكون خطة تحفيز فعالة للإدارة في حال كان الأداء ضعيفاً. لكن، للإلتزام بتسييل الشركة في حال كان الأداء ضعيفاً يجب نقل السيطرة لأصحاب دَين (ذمّة) ثابتِين على الشركة. ومع امتلاك هؤلاء المستثمرين حصة غير متكافئة من قيمة التسييل (التصفية) وجزء فقط من قيمة القدرة الاستمرارية للمشروع، فهم ميالون أكثر لتسييل الشركة من حملة الأسهم، الذين يفضلون – كأصغر أصحاب ذمة – 'المغامرة لإعادة إحياء الشركة'. وتزداد شدّة الالتزام بالتسييل مع تشتت الدَّين، ما يجعل إعادة هيكلة الدَّين في حالة الفشل المالي أكثر صعوبة [انظر Hart and Moore (1995), Dewatripont and Maskin (1995)].

وبشكل مثير للاهتمام، يجادل Berkovitch and et al (1996) بأنه عندما يتعلق الأمر باستبدال المدراء، قد يكون حملة الأسهم أكثر ميلاً بأن يكونوا أكثر قساوة من الدائنين. وسبب طرد كبير حملة الأسهم لمدير ذي أداء ضعيف هو ممارسة حامل الأسهم خياراً قيِّماً وبفعالية عند استبدال المدير، في حين لا يفعل الدائن ذلك. وفي بعض الأحيان قد يكون حامل الأسهم الكبير متلهّفاً لاستبدال الإدارة إلى حدٍّ كبير، بحيث ربما يكون في بعض الحالات من الأفضل ترك الأمر للدائنين ليمارسوا حق الفيتو ضد قرارات استبدال الإدارة (أو بوضع ممثلين عنهم في مجلس الإدارة).

بالطبع، الطريقة الأخرى للحد من قدرة حملة الأسهم لاستبدال الإدارة هي وجود هيكل ملكية مشتتة. وهذه الحالة التي أخذها Chang (1992) بعين الاعتبار. ففي نموذجه يمكن للشركة الاعتماد فقط على الدائنين لطرد الإدارة، على اعتبار تشتت الملكية. يُظهِر Chang بأن هنالك أرجحية أكبر

---

[1] تم تعقب والتوسع في دراسة تحليل عقود التشارك في رأس المال في ضوء تخصيصات السيطرة الطارئة من قِبَل Berglof (1994), Hellman (1998) and Neher (1999). وبعد ذلك، قدَّم Kaplan and Stromberg (2003) تحليل مفصل لتخصيص السيطرة في ١٠٠ عقد مشترك لرأس المال. يسلط تحليلهم الضوء على غلبة تخصيصات السيطرة الطارئة في عقود تشارك رأس المال.

بأن يقوم الدائنون بطرد المدير ذي الأداء الضعيف كلما ارتفع حجم الرافعة المالية. وعلى اعتبار بأن حامل الأسهم الكبير سيكون أكثر ميلاً لإنهاء عمل المدراء ذوي الأداء الضعيف بسهولة، يظهر chang بأن هنالك مستوى كفاءة معين للرافعة المالية، بتطبيق تقسيم معين لحقوق السيطرة (Marco Becht, et al. 2005, p: 27).

أما المتغيرات ذات العلاقة بهذا البعد الحوكمي لدور الدائنين هو تركيبة هيكل التمويل خاصة الدائنين منهم ومعرفة حجم الدَّين (Debt) وإن كان للدائنين بالممارسة الفعلية دور هام على حوكمة وأداء الشركات محل الدراسة.

٢-٦-٢ مشاركة الحوكمة مع الموظفين

تُظهر نماذج حوكمة الشركات بأن شكلاً ما من مشاركة السيطرة بين الدائنين وحملة الأسهم ربما يكون مثالياً ويمكن تفسيره أيضاً كنماذج لمشاركة السيطرة بين الموظفين وبين مزودي رأس المال (إن كانوا حملة أسهم أم دائنين). وهذه هي حال نموذج chang، حيث يمكن تبرير دور ممثلي الموظفين في مجلس الإدارة كطريقة لتقليل من إلحاح حملة الأسهم الزائد بإقالة الموظفين[1].

لكن على المرء العودة إلى النظرية العامة لحقوق الملكية التي تم تطويرها مؤخراً من قبل Grossman, Hart and Moore [see Grossman and Hart (1986), Hart and Moore (1990), Hart (1995)] للحصول على تحليل نظامي للترتيبات المشتركة للحوكمة. والمسألة المركزية في نظريتهم هي المسمَّاة مشكلة "الإعاقة أو التوقيف بالقوة بقصد السلب – مثل قُطَّاع الطرق holdup"[٢]، التي تشير إلى التجريد اللاحق المحتمل للعوائد غير المحمية المولّدة من الاستثمار السابق (المخصص لغرض مُعيَّن)[٣] برأس المال البشري. تهتم معظم نظرية حقوق الملكية بحماية رأس المال المادي [كما لدى Grossman and Hart (1986)]، لكنها تتعامل أيضاً مع الاستثمارات برأس المال البشري. وكأحد الأمثلة المتطرفة أو الواضحة لمشكلة 'قطع الطريق أو الإعاقة بهدف السلب' بالنسبة للاستثمارات برأس المال البشري هي حالة الباحث أو

1 Martin Höpner and Gregory Jackson, "An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance", September 2001, SSRN-id285232.pdf, p: 32.

[٢] انظر Goldberg (1976) and Klein, Crawford and Alchian (1978) للحصول على مناقشة وتعريف غير رسمي مبكِّر لمفهوم الإعاقة. انظر كذلك Williamson (1971, 1975, 1979, 1985a) لمناقشة لمفهوم الإنتهازية القريب جداً.

[٣] تظهر مسألة التجريد البعدي فقط عندما يكون الاستثمار متعلقاً بـ (أو مخصص فقط لـ) علاقة أو مهمة محدَّدة. أما إذا كان الاستثمار لغرض عام، عندها المنافسة البَعدية للإستثمار تقدم حماية كافية للمستثمر.

المبتكر، الذي لايمكنه تحديد شروط للاتجار باختراعاته قبل أن يخترعها.على كل حال، بمجرد اختراع آلته أو منتجه، يمكن للمخترع استخلاص جزء من القيمة الإجمالية من الاختراع لعملائه (بافتراض أن هنالك منافسة محدودة بين العملاء). الأسوأ من ذلك، هي أن الشروط البعدية للاتجار لن تأخذ بحسبانها تكاليف البحث والتطوير، التي تكون تكاليف غارقة عند التفاوض. على كل حال، شروط المتاجرة التي سيكون المخترع قادراً على مناقشتها، ستكون أفضل إن كان يمتلك الأصول المطلوبة لإنتاج الاختراع، أو إن حصل على عضوية مجلس الإدارة للشركة العميل.

وكما يوضح هذا المثال، تتنبأ نظرية حقوق الملكية بشكل عام بأن هنالك كفاءة في بعض صيغ مشاركة السيطرة مع الموظفين، حيث يقوم الموظفون (مثل المخترع) باستثمارات قيِّمة في رأس المال البشري[1].

يقدم Roberts and Van den Steen (2000) and Bolton and Xu (2001) بناءاً على نظرية حقوق الملكية هذه تبريراً لتمثيل الموظفين في المجلس لـِ Chang's. وأخذوا شركات في صناعات خدمات مهنية أو بحوث وتطوير، حيث يضيف الاستثمار في رأس المال البشري في شركة معينة قيمة هامة عليها. وكما يقول Hart and Moore (1990) هنالك مسألة هامة في هذه الشركات ألا وهي كيفية حماية الموظفين تجاه خطر التجريد البعدي أو إمساك وإحجام (hold–up) الإدارة أو مزوِّدي التمويل. وبشكل أكثر تماسكاً، فالمسألة هي كيف نضمن وجود ضمان عمل كافٍ لحث الموظفين للإستثمار في الشركة. حقاً، وكأي مقدم لرأس المال (المالي أو البشري)، سيميل الموظفون لإستثمار أقل في رأس المال البشري لشركة معينة إن لم يحظوا بحماية كافية تجاه الإحجام البعدي وتهديدات تجريد الملكية. وقد أظهروا بأنه في الشركات حيث يكون رأس المال البشري لشركة معينة قيِّماً، ربما من مصلحة مقدمي رأس المال مشاركة السيطرة مع الموظفين، على الرغم من أن مقدِّمي رأس المال السائل سيتنازلون عن سيطرة لصالح الموظفين أقل مما هو كافٍ.

[1] تقدم نظرية حقوق الملكية كذلك إطاراً تحليلياً مفيداً لتقدير تكاليف ومنافع خصخصة الشركات المملوكة للدولة. لذا، احتج Hart, Shleifer and Vishny (1997) بأن للشركات المخصخصة حافزاً أقوى لتقليل التكاليف، لكن قد تقود المتابعة المنتظمة والاهتمام بالأرباح إلى حالة تقديم خدمات أقل جودة. وقد طبَّقا تحليلهم على حالة خصخصة السجون. وقد يكون التطبيق الأوضح في حالة خصخصة الخطوط الحديدية في بريطانيا وهولندا، حيث ساءت نوعية الخدمة المقدمة بعد الخصخصة. يؤكد Schmidt (1996) and Shapiro and Willig (1990) على بديل مختلف. وهم يحاجون بأن لدى الحكومة معلومات أفضل عن إدارة الشركة في حالة ملكية الدولة (وتلك هي المنفعة).

يمكن تحقيق المشاركة مع الموظفين من خلال السماح للموظفين بالمشاركة في ملكية أسهم الشركة، أو من خلال تمثيلهم في عضوية المجالس، أو من خلال تعزيز موقفهم التفاوضي، لنقُل، بزيادة اتحادهم. والملحوظة الهامة التي أشار إليها كل من Holmstrom (1999) ولقيت صداها عند Roberts and Van den Streen (2000) هي أنه عندما لايتمكن الموظفون من المشاركة في اتخاذ قرارات الشركة فقد يردون على ذلك إما بالاتحاد و/أو بالإضرابات. وهنالك العديد من الأمثلة في تاريخ الشركات حيث أثبتت مثل هذه الصيغة من حماية الموظفين كفاءة عالية، وغالباً ما تؤدي بحلول وتسويات عالية التكلفة (طبعاً لصالح الموظفين).

لذا، وفي الممارسة العملية فإن الأثر الهام لتمثيل الموظفين في مجالس الإدارة هو حماية أفضل لاستثمارات الموظفين في رأس المال البشري وتثبيط إلحاح حملة الأسهم لاستبعاد الموظفين. ويميل حملة الأسهم في محاولتهم لمواجهة تأثير الموظفين إلى تشجيع الشركة للاعتماد على الاقتراض [كما كان Perotti and Spier (1993) قد شرحا؛ فمن المرجح أن يكون الدائنون أكثر صرامة باتخاذ قرارات التسييل من حملة الأسهم]. كذلك في بعض الحالات، يذهب ممثلو حملة الأسهم بعيداً في عقد اجتماعات غير رسمية على حسابهم لتجنب إفشاء معلومات حساسة أو مناقشة قرارات دقيقة مع ممثلي الموظفين.

ويشير Roberts and Van den Steen (2000) في نتيجة متطرفة لهما إلى أنه قد يكون من الكفاءة بمكان وجود مجالس إدارة يهيمن الموظفون عليها عندما يكون الاستثمار في رأس المال البشري هو جلُّ ما يهم. ولاتعتبر مثل هياكل الملكية تلك أمراً غريباً في الممارسة العملية، خاصة في صناعة الخدمات المهنية. فمعظم شركات الأشخاص من شركات محاسبة واستشارات وقانون تمتلك مجالس إدارة يهيمن عليها الموظفون. كذلك لايحظى الأكاديميون فقط بتأمين كامل لعملهم (عند تولّي مناصبهم) في الجامعات، بل بحقوق سيطرة أيضاً، كمثال آخر على ما سبق[1].

حلَّ Hansmann مفارَقة واضحة من خلال المناقشة بأن حملة الأسهم غالباً هم المجموعة الأكثر تجانساً في الشركة ولذلك هم المجموعة في الموقع الأفضل لتخفيض تكاليف اتخاذ القرار. كما أنه يتقبل محاججة Williamson's بأن حملة الأسهم هم المجموعة الأكثر احتياجاً للحماية تبعاً

[1] وسع Bolton and Xu (2001) هذا التحليل بأخذ كيف يمكن للمنافسة الداخلية والخارجية بين الموظفين أن تقدم حماية بديلة أو مكملة لسيطرة الموظفين [أنظر أيضاً Zingales (1998) لمناقشة حوكمة الشركات كآلية للتخفيف من مشاكل مابعد الإحجام أو الإمساك (لدى حملة الأسهم)، و Rajan and Zingales (2000) لتحليلٍ حول توقيت رغبة الشركات المسيطر عليها من قِبَل حملة الأسهم في توليد منافسة داخلية بين الموظفين كخطة تحفيز].

للطبيعة – ذات النهاية المفتوحة – لعقودهم. كما يركز Hart and Moore (1996, 1998) على التشوه في اتخاذ القرار الذي يمكن أن يبرز من التعاون بين الأعضاء، عندما يكون للأعضاء مصالح متنوعة جداً[1]. وقد قارنا هذه التشوهات مع تلك التي يمكن أن تبرز في ضوء الملكية الخارجية. على كل حال، فهم يأخذون بعين الاعتبار فقط الملكية الخارجية من قِبَل مالك واحد رئيسي ويبنون كل افتراضاتهم بشأن قضايا الحوكمة بناءً على الملكية المشتتة. يحتج Like Aghion and Tirole (1997), Burkart, Gromb and Panunzi (1997), and Pagano and Röell (1998) بأن حامل الأسهم الكبير سيدخل تشوهات أثناء محاولته لاستخلاص حصة كبيرة من قيمة الشركة لنفسه.

وللتلخيص، تقدم نظرية حقوق الملكية لِ Grossman, Hart and Moore أحد الأسس المنطقية لمشاركة السيطرة على الشركة مع الموظفين ولتمثيل الموظفين في مجلس الإدارة: ألا وهو حماية استثمارات الموظفين على مستوى الشركة employees' firm-specific investments. لكن قد يكون هنالك أسس منطقية أخرى، مثل مراقبة الموظفين للإدارة، والتي يمكن أن تكون أفضل بشكل كبير. فعلاً، من المرجَّح أن يكون الموظفون أكثر دراية بتصرفات الإدارة من حملة الأسهم، وقد يكونون في موقع أفضل لمراقبة الإدارة، لنقُل، فيما يتعلق بخطط صناديق التقاعد. على كل حال، وكلما بدت هذه الأسباب بأنها مقنعة، إلا أن ذلك لا يعني بأن القواعد التي تلزِم بتمثيل الموظفين في مجالس الإدارة، كما في ألمانيا، هي قواعد مرغوبة بالضرورة.

يمكن تبرير مثل هذه القواعد فقط عند الاستئناف ضد الفشل في بعض أنواع العقود. وكما ذكرنا للتو، قد يظهر أحد أهم المصادر الجوهرية الهامة للفشل التعاقدي وفق التعاقد المتعاقب، عندما يصمم مقدم رأس المال والمقاول النظام الأساس للشركة بشكل يمكنه جزئيّاً من استخلاص منافع مستقبلية جوهرية من الموظفين. وهنالك إمكانية وجود فشلٍ آخر، تبعاً لهاجس مؤسسي الشركة بأن السماح بتمثيل الموظفين في الشركة قد يرسل إشارة سيئة للمستثمرين المحتملين. لكن، وحتى مع وجود فشل تعاقدي، ينبغي تثقيله تجاه أوجه القصور الأخرى وعدم الكفاءة التي يمكن أن تبرز كنتيجة لتمثيل عدة أطراف في مجلس الإدارة، مثل استجابات أو ردود حامل الأسهم لإضعاف

---

[1] تمت تسليط الضوء غالباً على أنه من أهم مصادر تضارب المصالح فيما يتعلق بالتعاون بين الأعضاء هو التضارب بين الأعضاء كبار السن والشباب منهم. فكبار السن يرغبون بحصد نتائج الاستثمارات السابقة، في حين أن الأعضاء الأصغر سنّاً يرغبون بالاستثمار أكثر في الشركة [انظر (1990) Mitchell].

تأثير الموظفين، أو ازدياد سلبية المجلس أو إفصاح أقل من قبل الإدارة لمعلومات قيّمة لكنها تسبب خلاف بين الأطراف المختلفة. وإحدى الأفكار أو الأصوات المعارضة للتمثيل المتعدد هي أنه عندما يكون على إدارة الشركة المفاضلة بين مصالح الأطراف المختلفة، فإن أحد الآثار الجانبية الهامة لذلك هي أن الإدارة ستتمتع بميزة كبيرة وقدرة على التصرف بحرية. وعندما تتم مساءلة الإدارة فإنها تردّ بأن ما قامت به إنما كان لمصلحة الموظفين. لهذه الحجّة علاقة خاصةً عند تحديد مهام المدير التنفيذي التي سيؤتمن عليها. فإن تم تحديد هذه الواجبات بشكل عريض جداً لتتضمن مصالح عدة أطراف، فهنالك مخاطرة بأن يصبح تحديد مهام المدير التنفيذي الرئيسي بلا فائدة تُذكر.

على كل حال، يُلاحظ أنه كلما كان لهذا النقاش صلة عند تطبيقه على تعريف الواجبات التي يؤتمن عليها المدير التنفيذي الرئيسي، فإنه ليس كذلك عند تطبيقه على تمثيل مجلس الإدارة. فوجود ممثلين عن الدائنين، أو الموظفين، أو الشركات ذات العلاقة (الأطراف ذات العلاقة) في المجلس لايسمح بذاته بزيادة حرية تصرف المدير. فما يزال المدير خاضعاً لمراقبة المجلس ومايزال عليه التعامل مع أغلبية الأعضاء الذين يسيطرون على المجلس. لسوء الحظ، مازال إجراء تحليل منتظم لهذه القضايا غير مكتمل، بغياب وجود نماذج رسمية لعمل المجالس بحالة تعدد التمثيل. من جهة أخرى ليس هنالك دراسات تطبيقية مقارنة تحلّل الفروقات في مساءلة وحرية المدراء في البلدان المختلفة.

أخيراً، مع إدخال التمثيل الإلزامي للموظفين بما ينطوي عليه من آثار كفوءة ومضرّة ينبغي إتباعه بدعم سياسي قوي من المؤيِّدين لهذه القواعد. وعلى الرغم من أن العلاقة بين المظاهر السياسية وقواعد حوكمة الشركات هي ذات صلة إلا أنه ليس هنالك فعلياً نموذج رسمي لهذه الرابطة. إلا أن هنالك استثناء مؤخراً لهذه الخلاصة، حيث اشتق (Pagano and Volpin (2005a درجة حماية المستثمر داخلياً من معادلة سياسية (توازن سياسي) بين أصحاب الدخل، والإدارة والموظفين[١]. وقد أظهرا بأنه بناءً على السلطة السياسية ذات الصلة لهذا الجمهور أو أصحاب المصالح المتعددين، سيتم إصدار قوانين مختلفة بشأن حماية حملة الأسهم. لذا، فإن كان جمهور الموظفين كبيراً وقوياً،

[١] تنقل ورقة ثانية لِ (Pagano and Volpin (2005b التركيز نحو السياسات الداخلية للشركة، مدعين بأن هنالك اتحاداً طبيعياً بين الإدارة والموظفين عند الوقوف ضد عروض الاستيلاء العدائي.

كما في إيطاليا، عندها ستكون القوانين أقل حماية لمصالح حملة الأسهم[1] (Marco Becht, et al. 2005, p: 31).

يضيف الباحث متغيراً لمعرفة مدى مشاركة وتمثيل الموظفين في مجالس الإدارة وبالتالي في اتخاذ القرار وحوكمة الشركات محل الدراسة.

٣- تقسيم الـ OECD لنماذج الحوكمة وفق نماذج السيطرة[2]:

تُعتبر نسب الملكية أحد مقاييس ممارسات حوكمة الشركات (Ricardo P. C. et al. (2005, p: 37) ، ويمكن تصنيف الشركات المدرجة تبعاً لنموذج السيطرة والحوكمة فيها، وبما يترافق بالمؤشرات الإحصائية التالية:

- سيطرة الأغلبية: حيث تكون الحصة التصويتية بيد حامل الأسهم الرئيسي الأكبر (S1>50%).
- السيطرة الفعلية (العاملة): حيث تكون الحصة التصويتية بيد حامل الأسهم الرئيسي الأول (S1<50%)، لكن، ووفقاً لتعريف السيطرة القابلة للتطبيق في التشريع المحلي، يكون الأخير مسيطراً على الشركة، لوحده أو مع الأطراف ذات العلاقة[3] (على سبيل المثال، كأن تكون الحصة التصويتية كبيرة كافية لتشكيل أغلبية في اجتماع المساهمين السنوي AGM، أو لتعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة، أو أن هنالك نظاماً أساسياً، أو أية فقرات قانونية أوتعاقدية تمكنه من ممارسة مركز مهيمِن على الشركة المدرجة[4].

---

[1] وكما سنناقش أدناه، كان هنالك أكثر من تحليل منتظم تاريخي للعلاقة بين السياسات وحوكمة الشركات، أبرزها لدى Roe (1994) الذي يحتج بأن الحماية الضعيفة للأقلية من حملة الأسهم هي الحصيلة المتوقعة في الديمقراطيات الاجتماعية.

[2] OECD, "*Methodology for Assessing the Implementation of the OECD Principles on Corporate Governance*", 1st Dec. 2006, Corporate Affairs Division of the Directorate for Financial and Enterprise Affairs (DAF); authorized by OECD Steering Group on Corporate Governance, pp: 91-92.

[3] يرتكز تعريف الأطراف ذات العلاقة إلى ظروف البلد الخاصة. وقد يتضمن التعريف: (i) الأقارب، (ii) المنظمات غير الهادفة للربح حيث يكون لحامل الأسهم المسيطر، لوحده أو مع الأطراف ذات العلاقة، مشاركون في ٣٠% على الأقل من إجمالي التبرعات، (iv) المنظمات غير الهادفة للربح حيث لحامل الأسهم المسيطر، بشكل مباشر أو من خلال الأطراف ذات العلاقة، لديه تأثير مسيطِر على تعبيين أعضاء مجلس الإدارة أو أنشطة الأعمال، (v) أية شركة مُسَيطَر على أعمالها فعلياً من قبل المساهم المسيطِر، (vi) وكلاء حامل الأسهم المسيطِر أو أطرافه ذوي العلاقة، بما فيهم الإدارة العليا senior managers.

[4] إن تعريف السيطرة الفعلية بحاجة لدعمه من قبل ظروف وقوانين البلد الخاصة. إلا أنه يمكن استخدام المعيار التالي: (i) حامل أسهم يمتلك، لوحده أو مع الأطراف ذات العلاقة، أكثر من عتبة معينة (مثلاً، ٣٠% أو ٤٠%) من الأسهم التي يحق لها التصويت المصدرة ويكون أكبر حامل أسهم، (ii) حامل أسهم يمكنه تعيين العضو المفوض أو نصف عدد أعضاء المجلس، (iii) حامل أسهم لديه، بشكل مباشر أو من خلال الأطراف ذات العلاقة، تأثير مسيطِر على قرارات استراتيجية الشركة، (iv) الشركة المعنية أو شركة أخرى مسيطَر عليها فعلياً من قبل حامل أسهم لديه برنامج استبدال أفراد موضع تطبيق، (v) الشركة وحامل أسهم أو أطرافه ذات العلاقة ينفذون صفقات تمويل، أوعلى الأصول، أوالبضائع، أو الخدمات أو ضمان الديون فوق المستوى العادي، (vi) أو عندما يمكن أن يتم اعتبار الشركة تحت

- السيطرة المشتركة: حيث يكون مجموع الحصة التصويتية بيد مجموعة من حملة الأسهم الرئيسيين وفقاً لاتفاق رسمي < لكنها كافية للسيطرة على الشركة (أي ما يسمى بالسيطرة المشتركة الفعلية أو العاملة).
- السيطرة الإدارية: وهي الطبقة المتبقية حيث لا يكون هنالك حامل أسهم أو مجموعة من حملة الأسهم الرئيسيين الذين يسيطرون على الشركة وفقاً للتعريف المعروض في النقاط السابقة.

طبعاً، ليس من الكافي في حالات معينة تصنيف شركة ما فقط بناءً على معلومات الملكية. إذ ينبغي معرفة مإذا كان المساهم ذي الحصة الأكبر قادراً على ممارسة سيطرة فعلية على الشركة، فإن لم يكن كذلك فهنالك حاجة لمعرفة ما إذا كان هنالك اتفاق رسمي (أو غير رسمي) بين مجموعة من أصحاب الحصص، وما إذا كانت حصتهم التراكمية يمكنها تشكيل سيطرة فعلية على الشركة (مثلاً على تعيين أغلبية أعضاء مجلس الإدارة وفقاً لنظام الشركة الأساسي أو لقوانين أخرى موضع التطبيق).

بالتالي لتكوين إحصائيات حول نماذج السيطرة، فهنالك حاجة للمعلومات التالية:

- هيكل الملكية،
- اتفاقيات حملة الأسهم،
- توزيع قوة السيطرة فعلياً (وهذا ما يمكن افتراضه بناءً على تركُّز الملكية على اعتبار أن الحصة التصويتية – بشكل إفرادي أو تراكمي – تتجاوز عتبة معينة، مثلاً ٣٠%، تجاوب وتتفق مع وضع السيطرة في الشركة).

٣–١ توزع الملكية بين فئات مختلفة من الملاك:

يقدم توزع الملكية بين فئات مختلفة من المالكين معلومات مفيدة حول هيكلية حوكمة الشركة في مختلف البلدان. مثلاً، في التشريعات حيث تهيمن البنوك وشركات التأمين كمُلاَّك يظهر عدد من مسائل حوكمة الشركات أمام المراجع (مثل، ما هي قواعد الإقراض ذي العلاقة، وهل تتمتع هذه

المعايير الاجتماعية بشكل معقول كشركة منتسبة بمجموعة أعمال مسيطَر عليها من قبل حامل أسهم (مثلاً، باستخدام علامات فارقة مشابهة.

المؤسسات بكامل الحقوق القانونية لباقي حملة الأسهم). ويمكن حساب هذا التوزع بالعودة لكِلا الحصص المباشرة والحصص التصويتية (المُعَرَّفين أعلاه).

أولاً، ينبغي تصنيف مالكي الحصص المباشرة والتصويتية تبعاً لتصنيف موحَّد لفئات المستثمرين. وكأحد التصنيفات الممكنة مايلي[1]:

المستثمرون المحليون، ومنهم: الأفراد والعائلات؛ والشركات غير المالية؛ الوسطاء الماليون [مثل: البنوك، والتأمين، وشركات الاستثمار المُجمَّع (بما فيها الصناديق المشتركة، صناديق التقاعد وغيرها من شركات الاستثمار المالي المُجَمَّع)]؛ القطاع العام (بما فيه الحكومة، والسطات المحلية وغيرها من هيئات القطاع العام)؛ والمؤسسات.

المستثمرون الأجانب:

من الملائم تبني نفس التصنيف الذي تم اعتماده للمستثمرين المحليين، لكن يمكن أن يكون حساب قيمة المجموع الإجمالي لهذه الفئة كافياً.

ثانياً، حساب الوسط للحصص المباشرة والحصص التصويتية لكل فئة من المستثمرين لكل الشركات (الوسط البسيط والمثقل).

٣-٢ أدوات للتمييز بين الملكية والسيطرة:

يمكن استخدام العديد من الأدوات للتمييز بين الملكية والسيطرة، اعتماداً على الإطار القانوني وممارسات السوق للبلد محل الدراسة. إلاَّ أن القليل من هذه الأدوات يمكن تقييمها بسهولة من المؤشرات الإحصائية. منها[2]:

٣-٢-١ استخدام الأسهم ذات حقوق التصويت المختلفة:

يمكن للشركات المدرجة في العديد من التشريعات إصدار فئات مختلفة من الأسهم، ذات حقوق تصويت مختلفة. ويمكن استخدام التصنيف التالي الممكن تبعاً لحقوق التصويت كما يلي:

- الأسهم العادية (وفق قاعدة سهم واحد – صوت واحد في اجتماعات الهيئات العامة للمساهمين)،
- الأسهم ذات حقوق التصويت المتعددة (بإعطاء أكثر من صوت واحد لكل سهم)،

---

[1] OECD, 2006, Opcit, p:92.
[2] Ipid, p:93-96.

- الأسهم الممتازة (بإعطاء حق التصويت في حالات معينة).
- الأسهم التي لايحق لها التصويت.

وبناءً على هذا التصنيف يمكن حساب المؤشرات الإحصائية التالية:

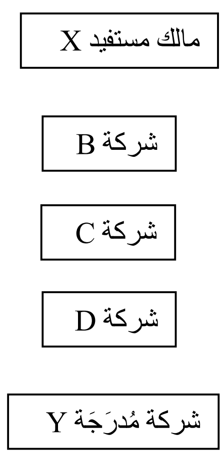
- VC_1 = نسبة الشركات المدرجة التي لديها فئات مختلفة من الأسهم (ذات حقوق تصويت مختلفة)،
- VC_2 = نسبة رأس مال كل الشركات المدرجة مُمَثَّلة بكل فئة من فئات الأسهم (الوسطي لكل فئة من فئات الأسهم)،
- VC3 = لكل مجموعة فرعية من الشركات المدرجة ذات فئات مختلفة من الأسهم، وسطي نسبة رأس المال تبعاً لكل فئة.

وقد باتت مؤشرات حقوق حملة الأسهم متاحة بشكل أكبر وواسع، غالباً على شكل بطاقة أهداف، وغالباً وفق التصنيف المشروح أعلاه. لكن على المراجع التحقق من تساوي الحقوق ضمن كل فئة وانسجامها مع المبادئ والقوانين المطبقة.

٣-٢-٢ مجموعات الشركات

تم تحديد عدة معالم أساسية لمجموعات الشركات في الأدبيات بما في ذلك عدد الطبقات والفرق بين حقوق التصويت والتدفقات النقدية. حيث سيؤثر مركز الشركة في الهيكل الهرمي على هيكل الحوافز التي تواجهها. ففي حال مجموعة الشركات البسيطة المعروضة في الشكل التالي،

شكل ٦: نموذج سيطرة أ



تعتبر الشركة Y في الطبقة الثالثة من الهرم والشرِكتان D و C يمكن إدراجهما أيضاً. عندها يمكن للشركة Y امتلاك أسهم في كِلا الشركتين الأُخريتين (يعني تحدث هنالك حالة امتلاك تقاطعي وتشابكي).

يعكس الاختلاف في تعاريف الفرق بين حقوق السيطرة وحقوق التدفقات النقدية من دراسة لأخرى ظروف البلدان المهتمَّة صاحبة المصلحة بتعريف معين. وخاصة مفهوم السيطرة. ففي بعض الحالات قد لاتتطلب السيطرة ٥٠% أو أكثر من أسهم التصويت المُصدَرة وفي حالات أخرى قد لايكون هنالك ضرورة لامتلاك أسهم للسيطرة على شركة ما. لذلك تحدد بعض الدراسات مستوى السيطرة باستخدام عدد من المؤشرات الأخرى[١]. ومن الهام أيضاً ما إذا كانت شركات خاصة، التي لايُطلب منها الإفصاح عن كثير من المعلومات حولها، مُتَضَمنة في مجموعة الشركات محل الدراسة.

٣-٢-٣ *حامل الأسهم المسيطِر:*

الخطوة الأولى في حساب السيطرة على حقوق التصويت هي بتحديد حامل الأسهم المسيطِر لكل شركة مُدرَجة، تبعاً للاعتبارات المبيَّنة في "نموذج السيطرة" أعلاه. وحيثما يمكن تحديد حامل الأسهم المسيطِر، إما بصيغة سيطرة الأكثرية أو بصيغة السيطرة الفعلية، من الممكن تحليل الفصل بين الملكية والسيطرة، من خلال حساب مقياس حقوق التصويت التي يسيطر عليها ومقياس حقوق التدفقات النقدية التي بيده لكل حامل أسهم مسيطِر.

٣-٢-٤ *السيطرة على حقوق التصويت*

تُعَرَّف السيطرة على حقوق التصويت (المشار إليها لاحقاً بحقوق التصويت) بمجموع حصة الملكية المباشرة المملوكة من قبل حامل الأسهم المسيطِر *وأطرافه ذات العلاقة* (استجابة لحصة التصويت أعلاه). وبافتراض أن d_i هي حصة الملكية المباشرة المملوكة من قِبَل حامل الأسهم المسيطِر في الشركة i. كذلك بافتراض أن r_i هي حصة الملكية المباشرة المملوكة من قبل الأطراف ذات العلاقة، بما فيها كل الأطراف التي تعتبر على أنها كالأطراف ذات العلاقة في تشريع معين. أخيراً، افترض

---

[١] يعتمد الشرح هنا كثيراً على عمل Woochan Kim, "What determines the ownership structure of business conglomerates?: On the cash flow rights of Korea's chaebol, Paper delivered to the KDI Conference on Corporate Governance of Groups, Seoul, 2004.

أن s_{ij} هي حصة الملكية المباشرة في الشركة i المملوكة من قِبَل الشركة j، والتي هي بدورها تحت تأثير حملة الأسهم المسيطِرين. عندها، يمكن تحديد حق التصويت في الشركة i بالمعادلة التالية:

$$vr_i = d_i + r_i + \sum_{j=1}^{n} s_{ij} \qquad (1)$$

حيث n هي عدد الشركات تحت تأثير سيطرة حامل الأسهم المسيطِر. وعند حساب نسبة الأسهم، قد يكون من الضروري أيضاً تعديل القيم لتأخذ أسهم الخزانة بعين الاعتبار، إن لم يكن لهذه الأسهم أية حقوق تصويتية (OECD, 2006, OpCit., p: 95).

يركز الباحثون على نقطتين هامتين هنا. أولاً، قد يكون من الهام التفريق بين مفهوم السيطرة والسيطرة على حقوق التصويت. فمفهوم السيطرة كما تم شرحه مباشرةً أعلاه، قد لا يتضمن ملكية الأسهم فقط، بل أشكال أخرى من السيطرة، مثل تعيين أعضاء مجلس الإدارة، واستبدال الموظفين، والقيام بمستويات غير عادية لصفقات معينة، وما إلى ذلك. من جهةٍ أخرى، تشير السيطرة على حقوق التصويت فقط إلى ملكية الأسهم. لذلك، فهي مفهوم أضيق. وعلى الرغم من أن حامل الأسهم المسيطِر قد يسيطِر فعلياً على كل الشركات المنتسبة، إلا أن هذا لا يعني أنه يسيطر على ١٠٠% من حقوق التصويت. وعند حساب مقاييس الفصل والتمييز بين الملكية والسيطرة (انظر الفقرة التالية أدناه حول التفاوت)، يتم استخدام مفهوم حقوق التصويت.

٣-٢-٥ حقوق التدفق النقدي

تُعَرَّف حقوق التدفق النقدي بأنها مجموع جداء حصص الملكية التي بيد حامل الأسهم المسيطِر، والأطراف ذات العلاقة على طول سلسلة حقوق التصويت. وبافتراض f_i هي حصة الملكية المباشرة المملوكة من قِبَل حامل الأسهم المسيطِر وأطرافه ذات العلاقة في الشركة i. لذا، يمكن حساب حقوق التدفق النقدي في الشركة i بالمعادلة التالية:

$$cfr_i = d_i + f_i + \sum_{j=1}^{n} s_{ij}(d_j + f_j) + \sum_{j=1}^{n} s_{ij} \sum_{k=1}^{n} s_{jk}(d_k + f_k) + \dots \quad (2)$$

أول شرطين هما: مستويات الملكية المباشرة لحامل الأسهم المسيطِر وأعضاء أسرته و*أطرافه ذوي العلاقة*. أما الشروط اللاحقة فهي مستويات الملكية غير المباشرة لحامل الأسهم المسيطِر وأعضاء

أسرته وأطرافه ذات العلاقة من خلال الانتساب لشركات هادفة للربح. ولتحديد أكثر، الشرط الثالث هو الملكية غير المباشرة في الشركة i من خلال الشركة j (حيث يمكن أن تأخذ j القيم من ١ إلى n). أما الشرط الرابع فيعبر عن الملكية غير المباشرة في الشركة i من خلال الشركة k والشركة j /حيث يمكن أن تأخذ k القيم من ١ إلى n / (OECD, 2006, Opcit, p: 95).

٣-٢-٦ التفاوت

تتباين الدراسات بشكل ملحوظ حول كيفية عرض الفصل (أو التمييز) بين الملكية والسيطرة. فالبعض يستخدم حقوق التصويت ناقصاً حقوق التدفق النقدي، والبعض الآخر يأخذ حقوق التدفق النقدي مقسومة على حقوق التصويت. وغيرهم يأخذ المعدل الطبيعي (normalize) لأغراض اقتصادية، باستخدام متغير مثل حقوق التصويت ناقصاً حقوق التدفق النقدي والكل مقسوماً على حقوق التصويت (i.e. normalized). وهنالك دراسات أخرى تستخدم مفهوم رافعة حقوق التدفق النقدي التي يتم حسابها بقسمة حقوق سيطرة مجموعة الإدارة على حقوق مجموعة الإدارة بالتدفق النقدي وتتضمن كِلا التأثيرات الهرمية والملكية التي ليس لها حق التصويت. لذلك ينبغي توخي الحذر عند إجراء المقارنات بين الدول.

والمقاييس الأكثر بداهة للفصل بينهما هي:

رافعة السيطرة، والتي تعبر عن وحدات رأس المال المسيطَر عليها لكل وحدة من حقوق التدفق النقدي المملوكة. وبافتراض أن حامل الأسهم يسيطر على كل أصول الشركة، فتُحسب بقسمة ١٠٠% على حقوق التدفق النقدي.

رافعة التصويت، فهي تعبر عن حقوق التصويت المسيطَر عليها مقابل كل وحدة من حقوق التدفق النقدي المملوكة. وتحسب بقسمة حقوق التصويت على حقوق التدفق النقدي.

عندها يمكن حساب رقم تجميعي لكل المجموعة بتثقيل كل شركة برأس مالها أو أصولها. ولأغراض اقتصادية، يمكن اشتقاق مؤشرات الوسط والوسيط إما مثقلَين برسملة السوق أو بدون تثقيل.

وبرأي الباحث أن هذا النموذج لقياس تركيبة الملكية وآلية عمل السيطرة أكثر تطوراً من كثير من نماذج القياس التي استخدمها العديد من الباحثين عند تعاملهم مع نسب حقوق التصويت لدى حملة

الأسهم المسيطِرين وحصة ملكية كبار المساهمين الخارجيين، إضافة لوجود هياكل ملكية هرمية وأسهم لايحق لها التصويت مثل (Barontini and Siciliano 2003).

إذا، ولأغراض هذا البحث، إذا كان هنالك فئات مختلفة للأسهم من حيث حقوق التصويت لدى الشركات محل الدراسة، عندها يمكن حساب متغير نسبة التفاوت وإضافته إلى النموذج المقترح، أو إهماله بغير ذلك.

عموماً، هنالك طريقتان لتمثيل حوكمة الشركات في بلدٍ أو سوقٍ ما، أولهما: من خلال العلاقة بين تركُّز حقوق التدفقات النقدية (لدى الأسهم التي لها الحق بالتصويت والتي ليس لها حق التصويت)، وحقوق السيطرة (من خلال الأسهم التي لها حق التصويت)، أو ما يسمى بنموذج قياس مدى الفصل أو الفرق بين حقوق التصويت وحقوق التدفق النقدي لدى كبار المساهمين. أما الطريقة البديلة، فهي بتمثيل ممارسات حوكمة الشركات المطبقة من خلال نموذج قياسي أو مؤشِّر للحوكمة. ويفضل الباحث استخدام طريقة النموذج لأنه يأخذ باعتباره المعالم المختلفة لحوكمة الشركات ويُمَكِّن من قياس نوعية ممارسات الحوكمة بشكل أشمل وأفضل، وليس فقط بُعد حقوق حملة الأسهم.

٤- النماذج الهجينة وتجارب الحوكمة في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة:

يرى (Hamish McRae 2007, p: 100)، بأنه على العالم المتقدم تقبُّل أن أفكاره حول كيفية حوكمة الاقتصاد العالمي لن تكون وفق المعايير السائدة في العالم المتقدم. ويضرب مثلاً حول ذلك، أن نماذج حوكمة الشركات في الولايات المتحدة وأوروبة واليابان تلتزم بأفكار عريضة متشابهة إلى حدٍّ كبير؛ والفروقات بينها أقل بكثير من التشابهات. صحيح أن الصين، والهند، وغيرها من الأسواق الناشئة تحاول التقارب باتجاه النموذج "الغربي" العام حالياً. لكن في ضوء الـ/٦٠/ عاماً قادمة سينشأ نموذج ويتطور وفقاً لاحتياجات وخيارات الاقتصادات الناشئة أكثر من وجهات نظر العالم المتقدم الحالي.

ويرى البعض أن هنالك معرفة قليلة حول تفاصيل حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة. وقد تعطي الدراسات عبر بلدان الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة مقارنات على المستوى الكلي، مثل مستوى الإفصاح، أو الحوكمة الكلية، لكن هنالك القليل من التفاصيل، خاصة على مستوى

الشركات. وفي حال وجود بعض الدراسات التي تحمل بعض التفاصيل على مستوى الشركة، لايوجد تحديث أو متابعة لبيانات هذه الدراسات (N. Balasubramanian et al. 2010, p: 1).

٤-١ النموذج العائلي (Family-based (FBS

هنالك مقترح حول إطار مفاهيمي جديد وترميز لأنظمة حوكمة شركات على أساس عائلي (FBS). ويتضمن ذلك، التمويل، والرقابة، وأداء شركات الأعمال العائلية بتركيز خاص على معالم عدم تناسق المعلومات والرقابة لنوع النظام المرتكز على العائلات FBS في حوكمة الشركات.

درس Khan 2003 الـ FBS في شرق آسيا وبين أن التمويل يمكن أن يأتي من مصادر مختلفة. أولاً، يمكن تمويل النظام المرتكز على العائلات، خاصة في المراحل التأسيسية من تطوير أعمال العائلة، داخلياً في قسم كبير منها. ثانياً، يصبح دور البنوك جلياً أكثر مع نمو المشروع بمرور الزمن. ثالثاً، في مرحلة ما قد تكون متداخلة مع المرحلة السابقة، يعني بوجود تمويل من البنوك، قد تصبح الملكية الخارجية أكثر مورد أهمية لتمويل الشركة. على كل حال، أهم فارق بين نموذج الـFBS مقارنة بالأنجلو- أمريكان EMS والمرتكز على البنوك Bank–Led S يكمن في الحقيقة بأنه لا البنوك ولا سوق الأسهم يسيطرون على مجموعات الأعمال العائلية (Chatrudee Jongsureyapart, 2006, p: 40).

كما أشار Khan 2003 إلى "المهمة التاريخية" للشركات كمجمع لرأس المال قد تتطلب أنواعاً مختلفة من هياكل الحوكمة حسب الظروف التاريخية. بشكل خاص في السياق الشرق آسيوي، لعب هيكل نظام العائلات (مثلاً الـ *chaebol* في كوريا) دوراً هاماً في المراحل الأولية لمراكمة رأس المال في بلدان شرق آسيا. فعلاً، من الشائع في اقتصادات آسيا وعلى كل مستويات التطور تجعل الـ FBS معْلَم نموذجي لشكل الشركات والحوكمة في آسيا، كما سيتم عرضه في تجارب بعض دول الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة.

٤-٢ التجارب الانتقالية لحوكمة الشركات في بعض الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة

٤-٢-١ تجارب دول روسيا

اتصفت دول الاتحاد السوفييتي السابق بغياب الملكية الخاصة لعدة عقود، وبدأت الشركات في هذه الاقتصاديات تَعَلُّم المعايير والمبادئ الدولية بشأن الإفصاح عن المعلومات، وحقوق حملة الأسهم، هيكل مجلس الإدارة وإجراءاته، وحول المنافع المترافقة مع تطبيق هذه المعايير. وتتمثّل العواقب الأساسية لضعف ممارسات حوكمة الشركات، الموجودة في البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية، في انخفاض مستوى الانتفاع من الموارد المستخدَمة (مثلاً، بسبب قصور نظام الحوافز، قلة الثقة، نظام الرقابة والمساءلة الضعيف،... إلخ). بالتالي ضعف قدرة الشركات على جذب الاستثمارات. بالرغم من ذلك، لماذا لم تنتقل كل دول الاتحاد السوفياتي السابق إلى تطبيق الحوكمة الجيدة للشركات؟

٤-٢-٢ تجارب بعض الدول اللاتينية (البرازيل؛ سوق Novo Mercado)

تم إدخال السوق الجديدة (Novo Mercado) في ديسمبر ٢٠٠٠ كجزء منفصل ضمن سوق ساوباولو BOVESPA للتبادل، وذلك لتداول أسهم الشركات التي تطوَّعت ذاتياً لتبنّي ممارسات حوكمة إضافية على تلك التي يتطلبها القانون البرازيلي. وإدراج شركة ما ضمن هذا الجزء أو القطاع من السوق يجعلها خاضعة لمجموعة من القواعد التي تُوَسِّع حقوق المساهمين، وتتطلَّب شفافية أكبر، وإلزاماً بمزيد من الإفصاح. وتتميَّز شركات هذا القطاع بأنها تُصدِر فقط أسهماً عادية، وليس لديها أية أسهم ممتازة، أو أسهم ذات حقوق تصويتية مختلفة، وتتعهد بعدم إصدار مثل هذه الأسهم مستقبلاً. وعلى الرغم من سهولة دخول هذه السوق بالنسبة للشركات التي تطرح أسهماً لأول مرة للاكتتاب العام، كان صعباً على الشركات المدرجة مُسبقاً في سوق سوباولو حيث ثلثي أسهمها بالمتوسط هي أسهم ممتازة (Maria Helena Santana et al. 2008, p: 12). قد تتولد هواجس لدى باقي شركات السوق بالتخوُّف من ممارسة المستثمرين ضغوطاً تجبرها للهجرة إلى السوق الجديدة، وإلاّ فإنهم سيُعاقَبون من قِبَل المستثمِرين، وقد يُنظر إلى هياكل الحوكمة في الشركات خارج السوق الجديدة بأنها أقل جودةً.

على كُلٍّ، الإجراء الأكثر صرامة الذي يمكن أن تتخذه سوق BOVESPA هو: إبعاد شركة خارج السوق الجديدة إن كانت الانتهاكات لديها جوهرية أو مُتكرِّرة. عندها على المساهم المُسيطِر في تلك الشركة إعادة شراء كل الأسهم المدفوعة المعروضة بقيمة تساوي القيمة الاقتصادية للسهم على الأقل، وإلزام اتباع التحكيم في سياق المقاضاة، بسبب بطء إجراءات المحاكم في البرازيل.

٤-٢-٣ تجربة الصين في مراحل اقتصادها الانتقالي وأسواقها الناشئة (شنغهاي وشنزهن)

ساعدت إصلاحات حوكمة الشركات (gongsi zhili) الصين على إحداث تقدم ديناميكي سريع في نموها الاقتصادي بما يزيد عن ١٠ أضعاف منذ سبعينيات القرن الماضي (Larry et al., 2008, p:2). وهنالك العديد من الأدلة بأن الترتيبات الحوكمية التي رافقت العملية الانتقالية قد أدت إلى زيادات ملحوظة في القيمة السوقية والعائد المحاسبي في مشاريع الدولة المحولة إلى شركات مساهمة وموجَّهّة نحو السوق (Henk Berkman, et al., 2007&2008)، إضافة إلى تحسين جودة أسهم الشركات المدرجة والمملوكة للعموم PHCs.

مايميز التجربة الصينية عن غيرها من الاقتصادات في مراحلها الانتقالية باتجاه السوق، كدول شرق أوروبة وغيرها، أنها لم تتبنّ أية نماذج مثالية كنسخة وحيدة لإصلاحاتها وتنميتها، بل قامت بالعملية الانتقالية بشكل تدرجي ومتنامٍ على أساس الخبرات المكتسبة من باقي التجارب، ما أكسبها احترام الكثير من المراقبين والباحثين (On Kit Tam, p: 2). إلاّ أنها ارتكزت في جزء هام منها وفي عدّة نواحٍ على نموذج الخارجيين (النموذج الموجّه نحو السوق) في مدخلها القانوني (من أعلى إلى أسفل) لإصلاح حوكمة الشركات. ولتكوين فهم أفضل حول تجربة الصين في الحوكمة، سيعرض الباحث لتركيبة السوق ولنماذج الحوكمة خلال المراحل الانتقالية للصين، ولأهم الإصلاحات التي هدفت إلى تحسين حوكمة وأداء الشركات الصينية.

(١ً) التركيبة المؤسساتية للشركات العاملة في السوق الصينية من حيث الملكية (Henk, et al., 2008 p: 10):

أ) الشركات والمؤسسات المملوكة للدولة بالكامل (١٠٠%)، مثل تلك المملوكة للوكالات الحكومية كمكتب إدارة أملاك الدولة، ومكاتب التمويل المحلية؛

ب) الشـركات المملوكـة جزئيـاً للدولـة، لكـن تبقـى الدولـة فيهـا المالـك أو المسـيطر الـرئيس (والجهات المستثمِرة فيها تشمل: الحكومة المركزية، والحكومات المحلية في الأقاليم داخل الصين، ووزارات الحكومة، والمكاتب والهيئات الحكومية، ومكاتب استثمار أصول الدولة، ومكاتب إدارة أملاك الدولة، ومعاهد بحوث الدولة، والبنوك المملوكة للدولة)، وهنالك قيود على تداول أسهمها؛

ت) المشاريع المملوكة جزئياً للدولة والموجَّهَة نحو السوق MOSOEs، وتتضمن: الشركات التي كانت تابعة رسمياً لوزارات الدولة، والمشاريع SOEs المحولة والتي كانت مملوكة للدولة بالكامل، وشركات البنى التحتية، والمشاريع المشتركة محدودة المسؤولية JSLC، وأسهمها قابلة للتداول؛

ث) والشركات الخاصة: وتشمل صناديق الاستثمار والشركات الخاصة المساهمة، والمستثمرين الأفراد، والشركات والمستثمرين الأجانب، واتحادات العمال.

ليست حوكمة الشركات كمعْلَمٍ رئيس لبرنامج إصلاح الشركات، بغريبة عن المستثمرين في الصين، ويُنظَر إلى إصلاح نظام حوكمة الشركات الآن كمكوِّنٍ حيوي لنجاح الإصلاح الاقتصادي في الصين (Larry et al., p: 2). ولفهم تجربة الصين في الحوكمة بشكل أكبر سيلقي الباحث الضوء على نماذج الحوكمة خلال المراحل التاريخية المختلفة.

(٢ً) مراحل تطور حوكمة الشركات في الصين:

٢ً-١ النموذج التقليدي (١٩٥٠ – ١٩٨٤) [Cindy A. Schipani Liu Junhai, p:2]:

تمركَزَ جلُّ إنتاج وتقديم المنتجات والخدمات في الصين لدى المشاريع المملوكة للدولة SOEs تقليدياً. ويشار إلى هذا النموذج باسم نموذج ملكية وإدارة الدولة للمشاريع. في ضوء هذا النموذج، يفترض أن تكون ملكية الدولة عموماً هي الصيغة القانونية الوحيدة لحماية أملاك الدولة (وهي الملكية الأسمى لديهم).

لكن لسوء الحظ، لم يؤدِّ مفهوم ملكية الدولة للمشاريع الاقتصادية إلى إعاقة نمو القطاع الخاص في الصين فحسب، بل جرَّد المشاريع من استقلالها الاقتصادي والقانوني كذلك. شكَّل هذا المفهوم الذي تطور في اقتصاد مخطط سبباً لمخططي الدولة في تحريك الموارد البشرية والمالية المتاحة، وسُمِحَ لهم بتقديم احتياجات الإنتاج والتوزيع. وطُلِب من مدراء المشاريع الإيفاء بخطط الإنتاج

المعتمدة من قبل الحكومة بدلاً من تعزيز الأداء والربحية للمستثمرين في الدولة. بمعنى آخر، لم تكن هذه المشاريع متَّفقة مع مفهوم مشاريع الأعمال الهادفة للربح المتعارف عليها لدى الدول الغربية المتقدمة.

لم يكن هنالك وجود لمصطلح الشخصية الإعتبارية المستقلة أو للشركة في الصين خلال فترة التخطيط المركزي. وغالباً ماكان يشار للمشاريع الاقتصادية باسم "مصانع" وعملت كمؤسسات فرعية للحكومة مسؤولة عن إنتاج البضائع وتقديم الخدمات (Stoyan Tenev, p: 10,11).

تبعاً ذلك، كانت هيكلية حوكمة المشاريع SOEs جزءاً متكاملاً مع إطار الحكومة العام. وكان يتم تعيين وتغيير المدراء من قبل الهيئات والوكالات الحكومية، وتمتع المدراء بنفس المزايا السياسية والاقتصادية كموظفين حكوميين أو "كادر الدولة". وهم مسؤولون أمام الجهات الحكومية؛ كما لم يكن تقييم إنجازاتهمم من خلال الأداء المالي للمشاريع التي يعملون فيها، بل من خلال قدرتهم على إرضاء الخطط الموضوعة من قبل الوكالات الحكومية المتخصصة.

لم يعمل النموذج التقليدي كمنظم للموارد والأنشطة الاقتصادية، بل كأداة لتقييد الدولة ومشاريعها وموظفيها بإحكام. وكانت خزينة الدولة المصدر الوحيد لمدخلات الـ SOEs، فالمشاريع وموظفيها تعيش بفعالية على مدفوعات الخزينة. بالتالي كانت المشاريع هي وحدات إنتاج ووحدات ضمان إجتماعي. ومتى عمِل شخص في مشروع للدولة، فقد كسِب "زبدية أرز معدنية" يمكن له أن يحتفظ بها طوال حياته، وراتب الشخص وسكنه والمعالجة الطبية والتقاعد (Stoyan Tenev, p:14; Cindy A. Schipani, p:2). ولطالم كان للـ SOEs كمشاريع عمل مملوكة للدولة أهمية بالغة وغير عادية للموظفين الصينيين؛ لايمكن لنظرائهم الأمريكيين، مثلاً، فهمها. لسوء الحظ، كانت معظم هذه المشاريع غير مرنة وغير تنافسية.

ً٢-٢ النموذج الانتقالي (١٩٨٤ – ١٩٩٣):

يشار إلى نموذج الحوكمة الانتقالي هذا بـ" نموذج حقوق الدولة والدائنين" أو النموذج التعاقدي، الذي ساد لغاية سن قانون الشركات لعام ١٩٩٣. ومنذ سبعينات القرن الماضي، كان إصلاح الـSOEs الاستراتيجية الرئيسة الموظفة لتوسيع إنتاجية هذه المشاريع وربحيتها. وكان هدف هذه الإصلاحات جعل المشاريع (SOEs) مسؤولة عن أرباحها وخسائرها في السوق، بحيث عليها أن تتحول إلى شخصية اعتبارية تتمتع بكامل الاستقلالية الإدارية، أي الفصل بين ملكية الدولة وحقوق

إدارة المشاريع SOEs. واعتقَدَ واضعو السياسات في الصين بأن هذه هي الطريق الأفضل لنقل الـ SOEs إلى شكل قانوني مختلف مع الحفاظ على ملكية أملاك الدولة. وعليه، تم وضع غطاء قانوني لهذا التحول من خلال قانون المشاريع الصناعية المملوكة للدولة في الصين لعام ١٩٨٨ (SOEs Law).

مايهم هذا البحث من هذا القانون هي هيكلية حوكمة الشركات التي أدخلها هنا بمعالِمِها الثلاثة المميَّزة: أولاً، تُلقى مسؤولية إدارة المشروع على مديره بالكامل؛ مايعني أنه يتصرف كممثل عن المشروع ويمارس دوراً قيادياً محورياً في إدارة إنتاج وتشغيل المشروع. كما يتطلب القانون إنشاء لجنة إدارية أو أية هيئة استشارية أخرى لمساعدة مدير المشروع في اتخاذ القرارات الهامة. ثانياً، يضمن القانون لممثلي الحزب الشيوعي CCP الإشراف على تطبيق مبادئ وسياسات الحزب والدولة. ثالثاً، يسمح لموظفي المشروع ممارسة الإدارة والإشراف على حقوقهم المشروعة.

انخفض تدخل الدولة في عمليات الـSOEs بشكل ملحوظ بنتيجة عملية التعاقد هذه. وحصلت المشاريع على حرية أكبر في اتخاذ قراراتها الخاصة. فسُمِح لها الإبقاء على أرباحها بعد إيفاء مبالغ (التزامات) ثابتة للحكومة. ويشير أحد الباحثين إلى أن إيراد الـ SOEs ازداد بشكل معقول بمساعدة نظام التعاقد هذا، كما لم يكن هنالك أي مشروع يواجه أية صعوبات في سداد مستحقات موظفيه، أو لدية حالة إفلاس أو فصل جماعي للموظفين.

بكل الأحوال، يعتقد البعض أن هذا النموذج التعاقدي الانتقالي قد فشل في تقديم الكثير لإصلاح الـ SOEs على أرض الواقع لعدة أسباب، أهمها: أ) صعوبة تحديد الحدّ الأدنى من الأرباح التي على المشاريع سدادها للدولة، ب) على الرغم من تمتع المشاريع بمنافع جيدة في حال تحقيقها للأرباح، لكنها كانت عاجزة عن دفع المبالغ الثابتة المطلوبة للدولة عند حدوث أو تراكم الخسائر، جـ) كان هنالك سوء استخدام واضح للسلطة لأغراض شخصية، أخيراً) تم توجيه القليل من الأرباح لأغراض التطوير، ما أدى إلى نقص الموارد اللازمة للتوسعات المستقبلية.

مع وجود هذه المشاكل، عَكَسَ إصلاح عام ١٩٩٣ الرغبة ببناء نظام حديث للمؤسسات يتلاءم مع اقتصاد السوق. ولتحقيق ذلك توجَّهت أنظار صانعي السياسات الصينيين باتجاه نموذج حديث للشركات كالذي لدى العالم الغربي، بحثاً عن الحلول الممكنة (Donald C. Clarke, p: 3).

٢-٣ نموذج الشركات الحديثة (١٩٩٣ لغاية تاريخه):

دعا السيد Deng Xioping الحاكم الأعلى للصين إلى الدخول في اقتصاد السوق في عام ١٩٩٢، وتم تسريع عملية التشريع اللازمة لإصلاح أغلبية المشاريع SOEs الكبيرة ومتوسطة الحجم، والتي اعتبرت أداة تشريعية جوهرية لتحويل الـSOEs إلى شركات Corporatization. تتضمن هيكلية ملكية المشاريع التي تم تحويلها على حقوق مُعَرَّفَة بشكل واضح لحملة الأسهم مقارنة بمثيلاتها التقليدية، بحيث تؤدي إلى زيادة الكفاءة والمساءلة. أما عند مقارنتها مع الشركات الخاصة والمنشآت الفردية، يُتَوَقَّع أن تمثل الـ SOEs المُحَوَّلة إلى شركات إلى قضايا حوكمة أكثر تعقيداً وصعوبة، خاصة خلال الفترة الانتقالية من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق.

يقدم قانون الشركات لعام ١٩٩٣ أساساً قانونياً قوياً لتحول المشاريع إلى شركات أعمال، بما فيها الشركات المملوكة بالكامل للدولة، والتي تسيطر عليها الدولة، والمطروحة للاكتتاب العام.

وخلال تسعينيات القرن العشرين، حولت الحكومة الصينية وخصخصت جزئياً مايقارب ألف مشروع مملوك للدولة SOEs، من خلال إصدار أسهم في كِلا سوقيها الأوليين في شنغهاي (SHSE) وشنزهن (SZSE). وكان هنالك رسمياً نوعان من أصحاب الحصص المسيطرين، وهما: حملة أسهم الدولة، وحملة أسهم الأشخاص الاعتباريين. أما أسهم الدولة، فهي تلك التي تحملها وكالات الدولة وهيئاتها (المشار إليها أعلاه، كمكتب إدارة أملاك الدولة ومكاتب التمويل المحلية، بحيث تكون هذه الهيئات مخولة رسمياً ويمكنها تمثيل الدولة في قرارات الاستثمار)، وبعض أنواع مشاريع الـ SOEs المحولة. في حين أن أسهم الأشخاص الاعتباريين (LP) هي تلك المملوكة من قبل الشركات المحلية أوغيرها من الهيئات الاعتبارية (غير الأفراد) التي يملكها "كل الشعب" وتُمنح استقلالية تشغيل ذاتية (Henk et al., 2008 op cit, p: 8).

ويتشابه كِلا نوعي الأسهم المذكورين أعلاه في أنهما غير قابلين للتداول في كِلا سوقي التبادل، أو لنقل ملكيتهما لمستثمرين أجانب، لكن يمكن نقل هذه الملكية إلى شركات محلية، بعد موافقة هيئة تنظيم تبادل الأوراق المالية في الصين CSRC[١].

---

[١] إضافة للأسهم المحلية، أصدرت بعض الشركات في الصين أسهماً قابلة لتملك الأجانب (foreign shares: B-, H- and N-shares). أما الـ B-shares فهي أسهم متاحة للمستثمرين الأجانب وقابلة للتداول في كِلا سوقي التبادل المحليين، في حين أن H- and N-shares هي أسهم قابلة للإدراج في الخارج.

مع بداية عام ٢٠٠٥، وقبل قانون إصلاح الأسهم غير القابلة للتداول، كان هنالك /١٠٧٤/ مشروعا مملوكاً جزئياً للدولة، أي حوالي ٨٠% من أصل /١٣٣٣/ شركة مدرجة في سوقي شنغهاي وشنزهن للتبادل (Takeshi Jingu, p: 43). على كلٍّ، تمت عملية التخصيص والإدراج من خلال حصص ملكية تم توزيعها على الحكومات المحلية (محاصصةً) التي يمكنها بالمقابل إنشاء شركات مشتركة قوية مُشَكَّلة من أفضل وأجود أصول الدولة؛ بمعنى آخر، لم يكن الإدراج لكل المشاريع أو الشركات المملوكة للدولة، بل فقط لجزءٍ منها، أي إدراج جزئي. وفي الحالة النموذجية، تم تحويل المشروع الأصلي المملوك للدولة إلى شركة قابضة تنطوي تحتها الشركة المدرجة وباقي الشركات تشكل الجزء غير المدرج.

من الملفت للنظر في التجربة الصينية عند تحويل الـSOEs إلى شركات أعمال على النمط الغربي، أن الصين حاولت الاستفادة من نماذج حوكمة بديله يمكنها العمل بشكل جيد في أوقات معينة في الاقتصادات المتقدمة مثل ألمانيا واليابان.

في عام ١٩٩٦، قررت الحكومة الصينية البدء بتنفيذ تجربتها الخاصة من نظام "المصرف الرئيسي – zhuban yinhang" كوسيلة للمساعدة في إصلاح الحوكمة في مشاريع الـ SOEs المراد تحويلها إلى شركات حديثة. كانت الفكرة في ذلك الوقت هي تفعيل رقابة المصارف خلال الخطة الخمسية ١٩٩٦–٢٠٠٠ لتقييد والتخفيف من مشكلة سيطرة الداخليين (المدراء وأعضاء مجالس الإدارة والإشراف) ضمن مشاريع الـ SOEs الضخمة من جهة، ولتطوير بيئة مالية مستقرة من أجل توليد أداء أفضل. وتتجلى فكرة "المصرف الرئيسي"، المأخوذ عن نظيره الياباني(Lay Hong Tan, p:8)، لكل مشروع بإقامة علاقة استراتيجية بين مصرف من مصارف الدولة وبين مشروع مملوك للدولة جزئياً وهادف للربح MOSOE، بحيث يتاح للمصرف الرئيسي المشارك قدرة أكثر شمولية على مراقبة أداء الـ SOEs. وعلى المشروع أن يسهل مراقبة المصرف وفهمه لعمليات وأعمال الـSOE وأنشطته المالية الرئيسية، بما فيها مناقشة علاقات الـ SOE مع باقي المصارف، وفرض أية مقاييس أداء وإجراءات مالية عقابية عنه وعن باقي المصارف ضد المشاريع المُحوَّلة في حال مخالفة الاتفاقية مع المصرف الرئيسي أو كانت الشركة تتملص من سداد ديونها، أو تقوم بأية تلاعبات أو تضليل مالي.

هذا من جهة، ومن جهة أخرى، عندما لا يستطيع مشروع ما الوفاء باحتياجات قروضه "المعقولة"، يُفترض أن يقدم المصرف الرئيسي مساعدته من خلال تنظيم قروض أو جدولتها كمُقرِض رئيسي (On Kit Tam, p: 56).

على كل حال، لايمكن الحكم بشكل نهائي على نتائج فكرة المصرف الرئيسي هذه. فالبعض يعتبر أنها إيجابية ومساعدة، في حين أن بعضهم الآخر يعتبر أن هذه البنوك لم تقم بالمساعدة على تخصيص الموارد المالية ولا في الرقابة على المشاريع بشكل كفوء (Lay H. Tan and J.Y. Wang, p: 16). إذ يبقى هنالك أثر لتدخل الداخليين (من كبار الإداريين وأعضاء المجالس ذوي العلاقات السياسية القوية مع الدولة والحزب في الصين) في علاقة المشروع بالمصرف الرئيسي. فأي مخطط متفق عليه بين المصرف والمشروع ينبغي المصادقة عليه من مصرف الشعب الصيني PBC. والقسم المشرف من المشروع (في أعلى المستويات الإدارية) هو الذي يقود تأسيس علاقة مع المصرف الرئيس من جهة المشروع لتسهيل حالة التمويل التي يواجهها المشروع. هؤلاء الأشخاص هم نفسهم ذوي علاقات سياسية[١] قوية مع الدولة والحزب.

ففي الصين، تسيطر الدولة والمؤسسات المالية على الشركات المدرجة في أسواق التبادل عادة، ولا تشكل الأسهم العادية القابلة للتداول من فئة A-shares إلاّ جزءاً يسيراً لا يتعدّى ٣٥% من إجمالي أسهم رأس المال المدفوع في السوق لعام ٢٠٠٧ (Henk et al., 2007, p: 1, 7). وجرت العادة على أن تتم مكافأة المدراء في المشاريع والمؤسسات المملوكة للدولة بفرزهم أو ندبهم إلى المشاريع المخصخصة جزيئاً، أي المُحولة إلى شركات MOSOEs.

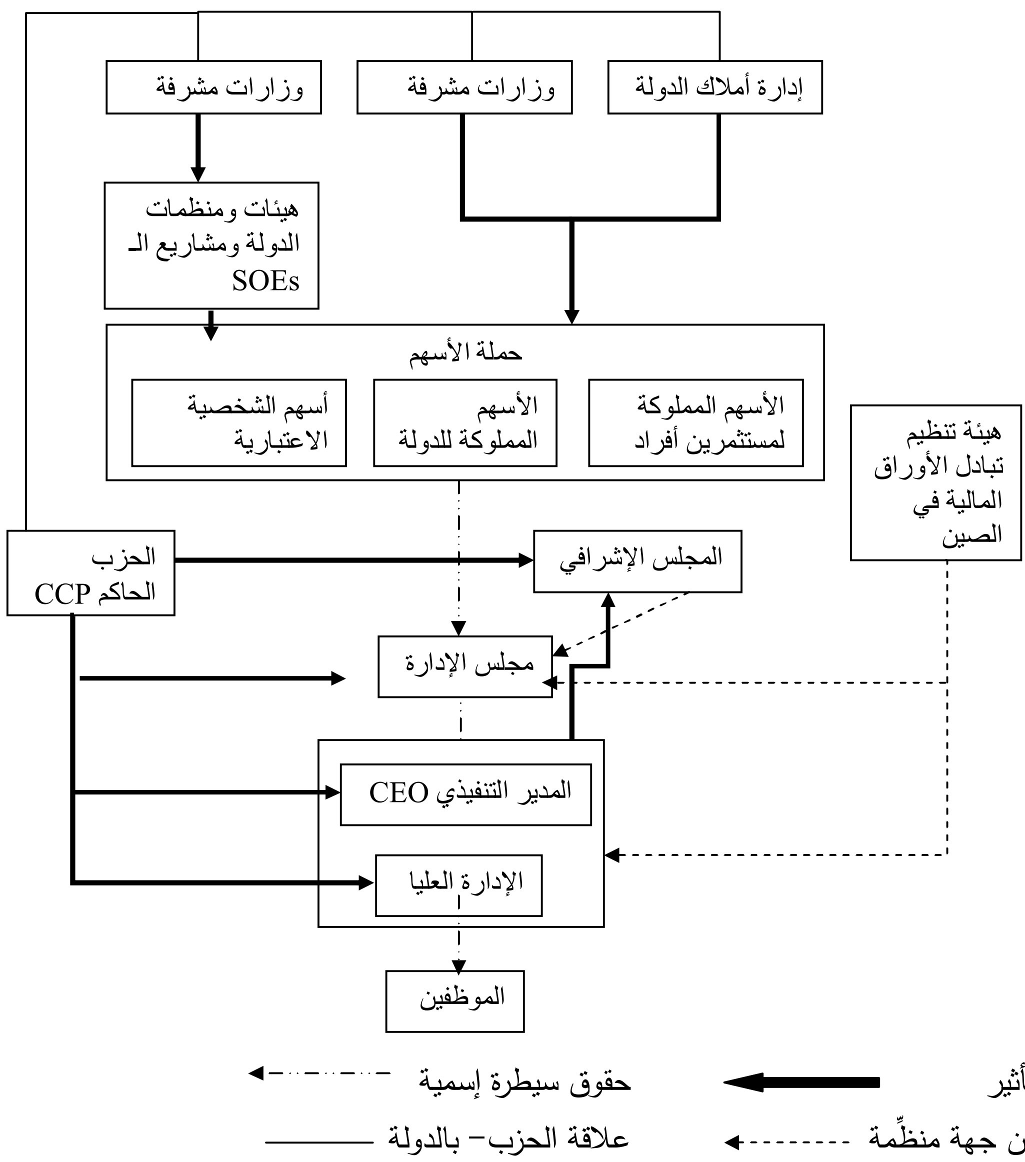
وحيث تتفق آراء كثير من المفكرين وواضعي السياسات ومتخذي القرار في الصين بجدوى وفعالية الحلول الوسط التي لا تتطلب خصخصة كاملة لمشاريع القطاع العام (مثل الخصخصة الجزئية، حِزَم وبرامج تحفيز المدراء، ربط المكافآت بالأداء) في تحقيق عدّة أهداف أولها: ١) حل مسألة ملكية الدولة الكاملة التي تعوق تحسين أداء المشاريع وكفاءتها وتنافسيتها في الصين، وبحيث تبقى الدولة المالك الأكبر أو المسيطر في هذه المشاريع المُحَوَّلة إلى شركات[٢]. ٢) تعزيز ودعم سوق تبادل الأوراق المالية الناشئ، المعروف بضحالته (نقص السيولة والتسييل) في مثل هذه الأسواق

[١] شاع استخدام مصطلح "علاقات سياسية" في أدبيات علم التمويل، من قبل Fisman (2001)، ويشير عموماً إلى العلاقات بين مدراء الشركة وسياسيي الحكومة و/أو البيروقراطيين، خاصة مع الرفاق الحزبيين.
[٢] يحاجج البعض بأن على الدولة التخلي عن السيطرة على المشاريع الاقتصادية لتحسين الأداء، وأن الخصخصة الجزئية هي بديل حيوي للملكية الكاملة للدولة.

خاصة في بدايات نشوئها. ٣) رفع مستوى التنافسية لدى الشركات المدرجة في سوق التبادل ورفع مستوى كفاءة الموارد البشرية (Henk et al., 2007, op cit p: 8).

(٣ً) هيكل حوكمة الشركات في الصين:

يوضح الشكل (٢) تمثيلاً بسيطاً للهياكل الرسمية لإطار حوكمة الشركات المساهمة في الصين. ويظهر الشكل الخطوط الفعلية للسلطة والصلاحيات داخل النموذج الصيني.



المصدر: On Kit Tam, op cit, 54.

نلاحظ من الشكل أعلاه أن الحزب الشيوعي الصيني يرتبط بالحكومة بعلاقات تضمن له الإشراف على عمل الوزارات وإدارة أملاك الدولة، هذا من جهة. من جهة أخرى يبدي الحزب سلطته على إدارات شركات ومشاريع الدولة التي يهيمن عليها إداريون يتم تعيينهم في مناصبهم بمراسيم من قبل الحزب والدولة. يلعب هؤلاء المدراء دور الداخليين، ويتصرفون بشكل مباشر أو غير مباشر إما كمراقبين أو تنفيذيين عامِّين (ممثلين عن الدولة) في المشاريع التي تم إصلاحها. وعمليّاً لم يتم قطع صلات الوصل التي كانت موجودة قبل الإصلاح بين مدراء المعامل وموظفي الحكومة. وإحدى أهم خصائص الداخليين في الصين، هي أنهم مازلوا مرتبطين بعلاقات هامة، لكن بشكل غير مباشر بالحزب الشيوعي كمنظمة، وبمدّعي ممثلي مصالح الدولة كمساهم رئيسي في الشركات وباقي المنظمات الحكومية.

في حين تمارس الوزارات وإدارة أملاك الدولة الإشراف على المشاريع التي تملكها الدولة كلياً أو جزئياً، وتفرض سلطتها هذه من خلال ملكيتها لأصول وأسهم الدولة، وهذه الوزارات مع باقي المساهمين من القطاع العام والخاص يمارسون حقوق السيطرة والتصويت في الشركات المدرجة.

وتعمل هيئة تنظيم التبادل بدورها على مراقبة وتنظيم والإشراف على عمل السوق وأعضاؤه.

يتألف المجلس الإشرافي (الموازي لمجلس المراجعين في اليابان) من ثلاثة أعضاء على الأقل، بما فيهم ممثلين عن العمال (ثلث المجلس) والمساهمين. ولا يتضمن هذا المجلس أي مدراء أو أعضاء تنفيذيين. ويلعب دوراً في مراجعة تمويل الشركة، والإشراف على عمل مجلس الإدارة، وتعيين وفصل أعضاء مجلس الإدارة وكبار الإداريين (Takeshi Jingu, op cit. p: 40). ويمارس الموظفون حقوقهم من خلال تسمية ممثليهم في هذا المجلس.

(٤) الجهود المبذولة مؤخراً لتحسين حوكمة الشركات في الصين:

بقي هنالك مشاكل في نموذج الجيل الثالث لإصلاح حوكمة الشركات الصينية. لذلك جاء تحديث قانون الشركات وقانون سوق تبادل الأوراق المالية خلال عام ٢٠٠٦ لحل الكثير منها. أهم هذه المشاكل؛ سوء تخصيص الأموال المترافقة مع صفقات الأطراف ذات العلاقة، والتلاعب المحاسبي، والضمانات المقدمة من الشركات للمسيطرين الداخليين و/أو الأطراف ذوي العلاقة (بما فيهم الشركات الفرعية، والشقيقة، والشركة الأم)، بما يضر بمصالح مساهمي الأقلية. ففي عام

٢٠٠٣، بلغ سوء تخصيص المبالغ لمساهمين رئيسيين (١١٠) بليون يوان صيني، وبلغت الضمانات غير المشروعة في كِلا سوقي شنغهاي وشنزهن ما مقداره (٢٧.٢٨٤) بليون يوان في ١٤٥ شركة (Takeshi Jingu, p: 43).

ويلفت نظر الباحث مشكلة ما يسمى "التنافس الفاسد" بين حكومات الأقاليم على التنمية الاقتصادية في الصين، والتي اعتبرت أحد أسباب الفورة الاقتصادية الكلية الزائدة مؤخراً؛ فمن وجهة نظر الحكومات المحلية، لعبت الشركات دوراً هاماً جداً في تحفيز التنمية الاقتصادية وساعدت في إحداث استقرار اجتماعي واقتصادي. أما مافعلته هذه الشركات المدرجة، من ضمن أمور أخرى، أنها قامت بالتلاعب المحاسبي للمساعدة في مقابلة احتياجاتها من زيادة رأس المال، وهدفت التلاعبات التي حدثت ضمن السوق إلى رفع سعر إصدار الأسهم والطرح الأولي.

تعود أسباب هذه المشاكل إلى سيطرة كبار المساهمين وضعف الفصل عن الحكومة، إضافة لضعف فعالية وظيفة المراقبة. فكما ذكر البحث أن هنالك نوعين من أعضاء المجلس الإشرافي: ممثلي المساهمين، وممثلي الموظفين. يتم تعيين النوع الأول منهم من قبل مساهمي الأغلبية، في حين لدى النوع الثاني وظائف تحت إمرة المدير العام. وغالباً ما يكون رئيس مجلس الإشراف هو نفسه رئيس اتحاد العمال (داخل الشركة)، هذا الأخير يتم تعيينه من قبل الممثل الأعلى للحزب في الشركة، الذي هو بدوره رئيس مجلس الإدارة في أغلب الأحيان. في كِلا الحالتين، من الصعب على رئيس المجلس الإشرافي مراقبة عمل أعضاء مجلس الإدارة، والإدارة العليا وفق هذه الترتيبات الحوكمية. علماً أن القليل من الشركات المدرجة، إلى وقت قريب، قد شكّلت لجان مراجعة.

سبب آخر قد يحاجج به البعض، هو ضعف الضغوط من خارج الشركة على إدارتها. فسوق حقوق السيطرة على الشركات بطيء النمو، خاصة قبل الإصلاح الأخير لأسهم الدولة غير القابلة للتداول، ولم تعكس أسعار الأسهم قيمة الشركات العائدة لها. ومع ضعف نتائج تجربة "المصرف الرئيسي"(Lay H. Tan and J.Y. Wang, opcit, p: 17)، كان للمستثمرين المؤسساتيين حضور ضعيف إلى حدٍّ غير كاف للتأثير على إدارة الشركة. كما كانت هنالك مشاكل في الإفصاح المحاسبي عن المعلومات، ولأن المدير العام وغيره من المدراء العاملين في الشركات يتم تعيينهم بتدخُّل من قبل الجهات الحكومية المسؤولة، كان نمو سوق تعيين الكفاءات الإدارية بطيئاً بدوره.

٤-٢-٤ تجربة كوريا الجنوبية (chaebol)

لاحظ Joh (2003) أن الشركات العائلية الكورية *Chaebol* ذات التفاوت الكبير بين الملكية- والسيطرة عانت من ربحية أقل خلال الفترة ماقبل الأزمة الآسيوية. ولم يجد Black, Jang and Kim(2006) علاقة بين الحوكمة وربحية الشركات الكورية في تلك الفترة. على كلٍّ، وجد Black and Kim 2008 دليلاً بوجود ربحية أعلى للشركات الكبيرة بعد عدّة سنوات من إصلاح هيكلية مجالس إدارتها.

كما أن هنالك دليلاً لوجود صلة بين الحوكمة وتوزيعات الأرباح. فقد وجد Mitton 2004 هذه العلاقة بشكل أساسي في الدول ذات الحماية القوية للمستثمر، باستخدام مؤشِّر CLSA. كما وجد علاقة أكثر سلبية بين توزيعات الأرباح وفُرَص النمو في الشركات التي حصلت على نقاط أكثر حسب مؤشر CLSA. يجد Hwang, Park and Park 2004 أن هنالك ترافقاً بين حوكمة الشركات الكورية (مُقاسةً على أساس مسح مؤشر كوريا لخدمات حوكمة الشركات KCGS) والتوزيعات؛ وأن الحصول على نقاط أعلى حسب مؤشر KCGS يُخَفِّف من ميل شركات الـ *Chaebol* لتوزيع أرباح أقل (Black et al. 2008, p: 6).

٤-٢-٥ الجهود المبذولة في المنطقة العربية

يَعتَبِر البعض أن الجهود التي يبذلها مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE بالتعاون مع منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي OECD حول بلدان إقليم الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA في التعريف بمفهوم وخصائص ومبادئ الحوكمة الجيدة وإدخالها إلى هذه البلدان، ثم متابعة التقدم تجاه مشاريع الإصلاح المتبنَّاة، من الجهود الرائدة في هذا المجال، إضافة لجهود المراكز الفكرية وغيرها من جمعيات واتحادات الأعمال والعمال (C. Kuchta-Helbling, J. D. Sullivan, p: 5).

كما تعمل منظمة الـ OECD بالتعاون مع البنك الدولي من خلال مبادرتين رئيسيتين هما منتدى الحوكمة العالمي وسلسلة الطاولة المستديرة، وبدعم من منظمة التمويل الدولية IFC. ويندرج تحت مبادرة الموائد المستديرة تلك المتعلقة بإقليم الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA حول حوكمة الشركات، لمساعدة متخذي القرار من القطاعات العام والخاص في جهودهم لتحسين الحوكمة. بعد

كل مائدة يجري إصدار ورقة عمل لدول إقليم الـ MENA تحدد نواحي التحسين وتشكل أساساً وجدولاً للإصلاح.

في التقرير الإقليمي لمجموعة العمل لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA بعنوان "حوكمة الشركات في المغرب، ومصر، ولبنان، والأردن" بالتعاون مع المركز الدولي للمشاريع الخاصة الـ CIPE لعام ٢٠٠٣، تناولت الدراسة وصفاً للوضع الاقتصادي في البلدان محل الدراسة وباقي الإقليم، ولمدى تطبيق مبادئ الـ OECD حول الحوكمة والتعاون الإقليمي في هذا السياق. وخلص التقرير إلى مجموعة من النتائج والتوصيات تصب عموماً في مجال تحسين الحوكمة في البلدان محل الدراسة والإقليم، من أهمها: أن تعريض الشركات لممارسات الحوكمة الجديدة إنما تتم بأفضل الأحوال من خلال أسواق رأس المال، والتقليل من الاعتماد على البنوك كمصدر وحيد للتمويل.

الدراسة المقارنة لمنتدى حوكمة الشركات الثاني للـ MENA، التي استضافتها مجموعة العمل اللبنانية لعام ٢٠٠٤. تغطي هذه الدراسة المبدأ الخامس حول تحسين الشفافية والإفصاح في دول المنطقة مع التركيز على (لبنان، ومصر، والأردن، والمغرب). خلصت ورقة العمل هذه إلى مجموعة من التوصيات الهامة، من أهمها، أن كثيراً من إصلاحات الحوكمة ينبغي أن تأتي من داخل كل بلد والتأكيد على التعاون بين بلدان الإقليم في إرساء مبادئ حوكمة الشركات، لكن بدورها لم تتضمن أية بيانات مقارنة عن سورية.

دراسة المجموعة العاملة التابعة للـ OECD في عام ٢٠٠٥ التي تهدف إلى تزويد صناع القرار والسياسات ورواد القطاع الخاص، بما فيهم المستثمرون الدوليون، والخبراء والمؤسسات ذات العلاقة بمراجعة للقضايا الرئيسية والتطورات الهامة في المنطقة العربية في مجال الحوكمة، من خلال إجراء دراسة مقارنة لمبادئ الحوكمة في عدد من البلدان العربية. وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات لأجل الإصلاح وتقديم نقاط علام يمكن أن تُؤخذ بعين الاعتبار في عملية قياس التقدم الحاصل. لكن الملفت للنظر أن هذه الدراسة خلت من بيانات مقارنة حول سورية ولا حتى عن التوجهات والجهود المبذولة.

إضافة للدراسات السابقة، هنالك مجموعة من الجهود والتقارير لتقييم مبادئ حوكمة الشركات جرت في كل من البلدان محل الدراسة، أهمها مايلي:

مصر: بدأ البنك الدولى وصندوق النقد الدولي بالتعاون مع وزارة التجارة الخارجية، وهيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية، بالإضافة إلى عدد من المراكز البحثية وشركات المحاسبة والمراجعة، والمهتمين من الاقتصاديين والقانونيين برنامجاً مشتركاً لتقييم حوكمة الشركات على مستوى البلد قياساً بمبادئ الـ OECD للحوكمة. وصدر عن هذا البرنامج مجموعة من التقارير باسم "تقارير حول احترام المواصفات والقوانين ROSC". وبالفعل تم تقييم مجموعة من أسواق المنطقة أولهما مصر وتركيا، ولاحقاً الأردن، حيث خلص أول تقرير بشأن مصر إلى أن عدداً كبيراً من التطبيقات حاز على تقييم مرتفع أو متوسط مرتفع[١].

وتوضح متابعة التطورات في كل من بورصتي القاهرة والإسكندرية أن الفترة من سبتمبر ٢٠٠١ وحتى مارس٢٠٠٣ شهدت تطوراً ملحوظاً في مجال إرساء قواعد حوكمة الشركات في مصر, مما ترتب عليه بشكل عام تحسن في التقييم الإجمالي لمستوى هذه القواعد. إذ ارتفع عدد المعايير التي تتسق تماماً أو بدرجة كبيرة مع المعايير الدولية لحوكمة الشركات من٤٠إلى٤٥ معياراً بينما انخفض عدد المعايير التي لاتتم مراعاتها في مصر من ٨ إلى ٣ معايير فقط، أهمها التطبيق لعملية المالك المسجل والمالك المستفيد بحيث يتاح للمساهمين التصويت في اجتماعات الجمعيات العمومية وفي انتخابات مجالس الإدارة من خلال الأدوات الإلكترونية أو البريد وهو ما يتيح للمالك المسجل بالدفاتر الإدلاء بصوته نيابة عن آلاف الملاك المستفيدين (ابراهيم الحميد، ص:٢).
وقد أوضح التقييم أن هذا التحسن قد شمل المبادئ الخمس للحوكمة, وإن كانت درجة التحسن قد اختلفت من معيارلآخر.

الأردن: تظهر نتائج تقرير ROSC بأن الأردن لم يلتزم بمتطلب رئيسي ١ من أصل ٢٣، فيما يتعلق بأعضاء مجلس الإدارة المستقلين، مثلاً، لا يوجد في دليل الحوكمة تعريف واضح للعضو المستقل. هنالك عدد من المبادئ التي لم يعتبر فيها الالتزام كاملاً.

---

[١] لمزيد من المعلومات حول تقويم تطبيق مبادئ الـOECD، انظر OECD, "*Methodology for Assessing the Implementation of the OECD Principles on Corporate Governance*"، 1st Dec. 2006 .

٤-٢-٦ لمحة حول حوكمة الشركات في سورية.

يود الباحث الإشارة إلى أن كِلا سوقي الإئتمان وسوق رأس المال يعتبران صغيرين نسبةً لإجمالي الناتج المحلي في سورية. وعند طرح سندات الخزينة للاكتتاب العام فإن الحكومة ستمتص كثير من المدخرات وستشكل منافساً لسوق رأس المال[١]. كما أن التمويل الخارجي مكلف ويصعب نسبيّاً الحصول عليه، ويمكن أن يتوفّر فقط لكبرى الشركات[٢].

وفي سورية لايوجد عمليات استيلاء لأن السيطرة مُرَكَّزة، كما سيتم توضيحه في البحث، ولايجري تبادلها عمليّاً في السوق، ويُعتبر عدد الشركات المطروحة للاكتتاب العام صغير نسبياً /حسب القطاع الصناعي بما لايكفي لتطبيق معيار موثوق لسوق العمالة بالنسبة للمدراء في أي صناعة مُحدَّدة.

على كلٍّ، يجري العمل في سورية على وضع خطة لتحسين حوكمة الشركات في كِلا القطاعين العام والخاص. وتعمل هيئة الأوراق والأسواق المالية على رعاية هذا الجهد. وإضافة للقوانين والتشريعات والجهود المبذولة من قبل الجهات المعنية بالحوكمة (كهيئة الأوراق والأسواق المالية، وسوق دمشق للتبادل...إلخ)، يعتبر برنامج الحوكمة في المنطقة العربية POGAR، الذي أدخله برنامج الأمم المتحدة للتنمية UNDP والمكتب الإقليمي للدول العربية، بعضوية سورية فيه، من أهم البرامج العاملة في سورية في هذا المجال. هذا البرنامج موجَّه إلى تحفيز وتنمية الممارسات الجيدة للحوكمة والإصلاحات ذات العلاقة في الدول العربية. وهو يعمل بالشراكة مع هيئات حكومية رئيسية بما فيها الجهات التشريعية والقضائية ومنظمات المجتمع المدني لتحديد الاحتياجات والحلول. وبالإشارة إلى ورقة العمل المقدمة من .Kaufmann et al عام ٢٠٠٧ حول مؤشرات الحوكمة، المعدّة للبنك الدولي، أبدت سورية تحسناً طفيفاً في فعالية الحكومة والاستقرار السياسي بين عامي ٢٠٠٥ و٢٠٠٧، لكنها، حسب ورقة العمل التي قدماها، ما زالت تتصف بمستويات منخفضة في جودة التشريع، والتصويت، والمساءلة والرقابة على الانتهاكات.

وفي تقريره حول أداء الأعمال لعام ٢٠٠٨، يصنف البنك الدولي حماية المستثمر في سورية بأنها تحت المعدل الإقليمي، وتحت مستوى متوسط مؤشر دول الـ OECD. إن مؤشر حماية المستثمر

---

[١] أكثر من ذلك، من الأفضل استخدام سندات الخزينة لأغراض الموازنة الاستثمارية بدلاً من الموازنة الجارية.

[٢] طبعاً، ماعدا برامج التمويل والمساعدات الخارجية المُوَجَّهة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة.

هو مكون فرعي لمؤشرات أداء الأعمال، الذي يتألف بدوره من ثلاثة أبعاد لحماية المستثمر هي: شفافية العمليات (كامتداد لمؤشر الإفصاح)، والمسؤولية عن التعامل الذاتي الداخلي (كامتداد لمؤشر مسؤولية عضو مجلس الإدارة أوالمدير)، وقدرة حملة الأسهم على مقاضاة الموظفين وأعضاء مجلس الإدارة عن سوء الإدارة والتصرف (مؤشر سهولة مساءلة المدراء).

تتراوح قيم المؤشرات بين (٠ إلى ١٠) بدرجات أعلى تشير إلى إفصاح أكبر، ومساءلة أكبر للمدراء والأعضاء، وقدرات أكبر لحملة الأسهم على تحدي القرارات التي يتخذها المدراء وأعضاء مجالس الإدارة، وحماية أفضل للمستثمر. أحرزت سورية النتائج التالية مقارنة بالمعدل الإقليمي ومعدل دول الـ OECD*:

المؤشر	المعدل (سورية)	MENA	معدل الـ OECD
الإفصاح	٦	٥.٨	٦.٤
مساءلة أعضاء مجلس الإدارة	٥	٤.٧	٥.١
حماية المستثمر	٢	٣.٧	٦.٥

* المصدر: eStandard Forum, p2.

يُلحظ من هذه النتائج أن مستوى الإفصاح ومساءلة مجلس الإدارة هي أعلى من معدل المنطقة العربية وحول معدل دول الـ OECD؛ وهذا شيء جيد يشجع إلى مزيد من المثابرة لتحقيق نتائج أفضل خاصة في مجال حماية المستثمر. لكن هذا التقرير لم يتناول بنود المبادئ التي تتعلق بالإدارة التنفيذية والمراجعة الخارجية.

ومن المنظمات الأخرى التي تبذل جهوداً في سورية في هذا المجال هي: وحدة ذكاء الأعمال في الشرق الأوسط BIME، ومنتدى المعايير الإلكتروني ESF التابع لمؤسسة المعايير الدولية FSF. تشير نتائج أعمال هذه الجهات إلى أن سورية تحقق تقدماً في مجال وضع الأطر اللازمة لحوكمة الشركات بما يتعلق بالمبدأ الأول من مبادئ الـ OECD حول الحوكمة. أما بالنسبة لباقي بنود مبادئ الحوكمة، فلا يوجد في سورية معلومات كافية عن مدى التزام أو اتفاق الشركات بمبادئ حوكمة الشركات إن كان بالنسبة لبرنامج الـ UNDP، أو لمنتدى الـ ESF (eStandard Forum, Op cit. pp: 1, 3).

في ٢٠٠٨/١/٩ أصدرت هيئة الأوراق والأسواق المالية في سورية القرار (١٨)/م المتضمِّن نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات ليشكِّل قواعد لحوكمة الشركات المساهمة المسجلة لدى الهيئة. عاد وتمَّ تحديث هذه القواعد بتاريخ ٢٠٠٨/٦/٢٩ بقرار الهيئة رقم ٣١/م بما ينسجم مع مبادئ الـ OECD عموماً ولاستكمال الإطار التشريعي. في عام ٢٠٠٩ نشرت الهيئة أول تقرير لها حول حوكمة الشركات المُسجَّلة لديها بعد استكمال الإطار التشريعي، وبعد إصدار دليل حوكمة المصارف التقليدية والإسلامية لدى مصرف سورية المركزي، بالتكامل مع دليل هيئة الإشراف على التأمين؛ وتم تحديثه عام ٢٠١٠. كان الهدف من التقرير الوقوف على مدى تطور تطبيق قواعد الحوكمة. لكن لم يتم صياغة هذه النتائج بشكل مؤشِّر موحَّد يُعطى فكرة عن جودة الحوكمة على مستوى الشركات، أو السوق المالي وقطاعاته.

في ٢٠٠٩/١٢/٨ أصدرت الهيئة القرار رقم ١١٩/م "نظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة عليها" المتضمِّن بنود من قواعد الحوكمة، ما يعني أن هذه القواعد باتت مُلزِمة للشركات.

١ـ الإصلاحات للتخفيف من تضارب المصالح:

تم اقتراح إصلاحات لكثير من مشاكل تعارض المصالح. بعض هذه الاقتراحات هي ذاتية النمو لذلك فهي طوعية. أما البقية، كالقوانين التخفيفية وقواعد تنظيم الوكالة، فهي إلزامية. على كل حال، يُلاحَظ بأن فعالية مُعظم مقترحات الإصلاح الهيكلية تتعلق بمدى تطبيقها. وأنها تتطلب التزاماً بتقديم الموارد والوقت والخبرة والجِدِّية والاستخدام الذكي لأدوات الإصلاح المتوفرة (Franklin Strier, p: 85).

وحتى لو تم اعتبار تَعَارُض المصالح مساهِماً محتملاً أو فعلياً لإخفاق حوكمة الشركة، إلا أن الحل المثالي لم يكن واضحاً أو متوفراً دائماً. يُبرِز هذا مسائل أعمق. هل يُبَيِّن الإصلاح المُقترح تعارض المصالح، أم أنه مجرَّد استرضاء، لتخفيف الانتقادات؟ أي، هل الإصلاح عميق بشكل كافٍ؟ وهل آليات الرقابة والإلزام فعالة؟ هل تم تعزيزها بالكوادر والموارد الكافية؟

تقع معظم مقاييس إصلاح حوكمة الشركات التي تُبَيِّن العلاقة بين مجالس الإدارة والـ CEOs في واحدة أو أكثر من الفئات الثلاث التالية: مُساءلة الـ CEO، أو استقلال مجلس الإدارة، أو تعويضات التنفيذيين. في الفئة الأولى، سعى المدراء الذين لم يتم تدقيق تصرفاتهم مسرعين باتجاه المبالغة بالدخل الصافي المُصَرَّح ومكافأة أنفسهم بحِزم تعويضات ضخمة. لذلك، تميل مقترحات الإصلاحات للتركيز على تركُّز سلطة الـ CEO، وزيادة استقلال الأعضاء، مع تعزيز إشراف المجلس بالمال الضروري والمسؤوليات. لذلك، في أمريكا مثلاً، يتطلب قانون ساربانز أوكسلي SOX ٢٠٠٢ الذي أتى استجابة للفضائح في المادة (PL No. 107-24, 116 Stat.745) منه، أن يصادق الـ CEOs على دقة القوائم المالية لشركاتهم (فصل ٣٠٢)، والتخلي مُكرَهين عن أية علاوات أو أرباح على بيع أسهم الشركة في السنة التالية لنشر القوائم المالية التي ينبغي إعادة صياغتها بسبب عدم التزام مادِّي (فصل ٣٠٥) (Franklin Strier, p: 85).

إن مصادقة الـ CEO وبنود العقوبات هي مُجرَّد مقاييس مُؤقتة لضبط احتيال الشركة لحين وضع إصلاحات هيكلية أكثر، والتي أحوج ما يكون إليها: في غرفة مجلس الإدارة. على وجه التحديد، أكثر الاصلاحات المُقترحة انتشاراً هو الضغط على المجالس لتصبح أكثر استقلالاً بما يُمَكِّنها من

ممارسة رقابة فعالة على الإدارة التنفيذية، لاستعادة ثقة الجمهور والمستثمرين – وهنا الفئة الثانية. إلى هنا يتطلب قانون SOX أن تتضمن الشركات المكتتب عليها اكتتاباً عاماً لجان مراجعة تتألف فقط من أعضاء مستقلين عن الشركة، وأن يصبحوا مسؤولين بشكل مباشر عن تعيين، وتعويض، والإشراف على المراجع الخارجي (فصل ٣٠١) (Franklin Strier, p: 85).

ماعدا في لجان المراجعة، لم تتطلب بعض إصلاحات القوانين إلزاماً تجاه زيادة عدد الأعضاء المستقلين في مجالس إدارة الشركات المساهمة. لكن هنالك تحرُّك تدريجي نحو تضمين أعضاء أكثر استقلالاً خاصة بعد الصحوة إثر الانهيارات المالية. وربما لم يكن لقوانين تناولت بعض بنود الحوكمة بشكل عام أو بدون إلزام أثراً كافياً على شركات معينة، لذلك تضطر الأسواق المالية إلى ردم هذه الثغرة بإصدار قواعد لحوكمة الشركات. خاصة وجود أغلبية مستقلة من أعضاء المجلس ضمن تركيبته. كما ينبغي منح الأعضاء المستقلين سلطة اتخاذ قرار حصرية ليس فقط على شؤون لجنة المراجعة، بل على باقي لجان الحوكمة (لجنة التسمية ولجنة التعويضات التنفيذية). كما ينبغي الحصول على موافقة حملة الأسهم بشأن معظم خطط التعويضات بالأسهم. وهذه البنود تتعلق عموماً بتبيان ضعف الحوكمة بشأن التعويضات التنفيذية (Franklin Strier, p: 85).

أوصت الـ NYSE، لكنها لم تُلزِم الشركات المدرجة لديها، بالفصل بين منصبي الـ CEO ورئيس مجلس الإدارة، فإضافة إلى ضرورة هذا الفصل وفقاً للأساس المنطقي الوارد في تقرير Cadbury، هنالك بديل يهدف إلى الوصول إلى نفس النتائج، بتعيين عضو مستقل قيادي أو رئيس مجلس إدارة خارجي ليرأس مجلس الإدارة ويتصرف كحلقة وصل مع الإدارة (Franklin Strier, p: 85).

وبالنسبة لإصلاح تعويضات التنفيذيين، قد تشكِّل خيارات الأسهم – المستخدمة لمكافأة الإدارة العليا – غير المدرجة ضمن النفقات تضارباً جديداً للمصالح يهدد التكامل البنيوي لحوكمة الشركات. فإن لم تتغير القاعدة المحاسبية، واستمرَّ منح خيارات الأسهم بحرِّية، عندها سيستمر جشع التنفيذيين لدفعهم باتجاه الاحتيال لتضخيم صافي الدخل. بالرغم من ذلك، لم يمنع غياب الإصلاح التشريعي أو التنظيمي نمو عدد الشركات التي تنتقل إلى إدراج خيارات الأسهم ضمن نفقاتها بشكل طوعي (Franklin Strier, p: 86).

وحيث أن الشركات لاتكتب شيكات عند منح الخيارات، فقد تحتج بعدم وجود تكلفة لها ولا يوجد شيء ليدرج ضمن النفقات. لكن في الحقيقة، للخيارات تكلفة على باقي حملة الأسهم، فبمجرَّد ممارستها، تعمل على انحلال قيمة باقي الأسهم.

اعتبر مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) عام ١٩٩٤ عدم تضمين الخيارات ضمن نفقات الشركة كممارسة محاسبية مُضَلِّلة، واستعدَّ لتعميم قاعدة كانت ستطلب من الشركات تنفيق الخيارات بقيمتها السوقية العادلة. لكن حاربت التجمعات القوية من مجتمع الأعمال – خاصة وادي السليكون – ومهنة المحاسبة المقترح. وبدلاً من ذلك، تم الاكتفاء بمجرد ذكر الخيارات في ملاحظات القوائم المالية. وبعد عشر سنوات، اقترح الـ (FASB) قاعدة تُلزِم تنفيق خيارات الأسهم، وعادت القوى المعارِضة لزيادة هجومها المضاد (Franklin Strier, p: 86).

يؤيد العديد من المؤلفين مِنَح الأسهم المقيَّدة كصيغة مرغوبة أكثر لتعويضات التنفيذيين على أساس الملكية. والتحسُّن الأساسي في هذا النوع من التعويضات هو: أنه – وعلى عكس خيارات الأسهم– لاتتأثر قيمة منحة الأسهم المقيدة بنفس القدر تغير أسعار أسهم الشركة الممنوحة. أكثر من ذلك، كلما طالت الفترة التي يعهد بها لحين ممارسة الأسهم المقيَّدة يشجِّع التنفيذيون لموازنة أهداف الأداء بعيد الأمد تجاه الضغوط لمقابلة أهداف الأرباح قريبة الأمد. على سبيل المثال، يمكن القول أن مايكروسوفت أرست نزعة بإنهاء الخيارات لصالح مِنَح الأسهم المقيَّدة (التي يتم تضمينها ضمن النفقات) المرتبطة بأهداف الأداء، وليس بأسعار الأسهم (Franklin Strier, p: 86).

هنالك نزعتا ارتباط قد يكون لهما أثر جوهري على حوكمة الشركات هما: ١) زيادة نشاط ودور حملة الأسهم، ٢) ونمو المستثمرين المؤسساتيين الاعتباريين. حيث تضغط مجموعات المستثمرين – مثل مركز بحوث مسؤولية المستثمر، ودار الشركات – لإحداث تغييرات في حوكمة الشركات بشكل نشِط. وهي مراكز يدعمها المستثمرون المؤسساتيون في العديد من الحالات، هؤلاء المستثمرون يملكون حالياً أكثر من نصف أسهم الشركات الأمريكية. وتسعى مجموعات مثل AFL-CIO, CalPERS and TIAA-CREF لمساءلة أكبر لأعضاء مجلس الإدارة، وإلى إقالتهم في بعض الحالات (Franklin Strier, p: 86).

تبرز عند مناقشة تعارض المصالح في سياق إصلاح حوكمة الشركات غالباً مصطلحات قريبة مثل: الرقابة الداخلية والأدلة الأخلاقية. وقد سلّط كل من قانون SOX 2002 والـ NYSE في

قواعد الإدراج الجديدة الضوء على هذه المواضيع. فالرقابة الداخلية هي مُكوِّن مُكَمِّل لحوكمة الشركات؛ حيث يتطلَّب قانون SOX 2002 في الفصل ٤٠٤ منه أن تُعمِّم الـ SEC قواعد تطلب تحميل الإدارة مسؤولية الإنشاء والمحافظة على رقابات داخلية كافية على التقرير المالي، ولقيام الإدارة بتقدير كفاية القواعد. وينبغي أن يتم تضمين بنود الرقابة الداخلية في التقرير السنوي للإدارة. كما تتطلب معايير الإدراج الجديدة في الـ NYSE بالفصل (c)(7) 303A بأن تحصل وتراجع لجان المراجعة التقرير الذي ينبغي أن يُعِدَّه المراجع الخارجي يصف فيه إجراءات الرقابة الداخلية وأية قضايا مادية تُبرِزها مراجعة الرقابة الداخلية مؤخراً (Franklin Strier, p: 86).

لكن ليس هنالك تأكد حول فعالية الرقابات الداخلية في ضمان الالتزام بالقوانين أو بمتطلبات التقرير المالي في العديد من الحالات. إلاّ أنها تقدم آلية إجرائية لحوكمة الشركات ينبغي أن تلتزم بها الإدارة وإن كان ظاهرياً على أقل تقدير (Franklin Strier, p: 87).

لطالما كانت الأدلة الأخلاقية دعامة أساسية لقواعد 'الممارسات المُثلى' لحوكمة الشركات. حيث يتطلب الفصل ٤٠٢ من قانون SOX بأن تصرِّح الشركات ما إذا كانت قد تبنَّت دليلاً أخلاقياً لكبار المسؤولين الماليين، وإن لم تفعل، فلماذا؟ إلاَّ أن الـ SOX لم يذهب أبعد من ذلك: فعلى الرغم من إلزام التصريح عن غياب دليل أخلاقي وتبرير الشركة لعدم وجوده، لم يتم وضع دليل أخلاقي نموذجي معياري أصلاً ليتم إلزام الشركات به. لذلك سعت الـ NYSE لردم هذه الفجوة بطلب تبني والإفصاح عن دليل الأعمال والأخلاق الذي يعالج موضوع تضارب المصالح بالتحديد [الفصل 303A(10)]. بالإضافة لذلك، توجِّه التعليقات حول هذا الفصل إلى وجوب تقديم سياسة الشركة لأدوات ووسائل للموظفين، والمدراء وأعضاء مجالس الإدارة للتبليغ عن حالات تضارب المصالح الجوهرية في الشركة (Franklin Strier, p: 87).

أما مدى فعالية الرقابة الداخلية والأدلة الأخلاقية في معالجة الأثر الضار لتعارض المصالح على أرض الواقع، يبقى أمراً مُرتقباً. وإلى حدٍّ بعيد، تعتبر القواعد الجديدة مأخوذة من أدلة 'الممارسات المُثلى' المستخدمة في معظم كبرى الشركات في أمريكا بما فيها إنرون. لذلك فهي ليست حلول نهائية بحدِّ ذاتها، لكنها تلفت النظر إلى المتطلبات الجديدة وتفرِض التزاماً كاملاً. أبعد من ذلك، قد يساعد بروز الأدلة الأخلاقية ورقابات الحوكمة الداخلية في غرس ثقافة السلوك الأخلاقي والتكامل

في الشركات. فمن المُضَلِّل الافتراض بسذاجة بأنها تضمن بطبيعتها سلوكاً أخلاقياً. يُقدِّم تضارب المصالح فقط الفرصة لسوء استخدام السلطة، ويبقى استغلال غياب القيود الأخلاقية ضرورياً لتحقيق سوء استغلال السُّلُطات (Franklin Strier, p: 87).

والتأثير هو الانتقاد الذي وجَّهه Cofee 2004 بأن القانون لم يبيِّن بشكل كافٍ ما كان يقال بأن أهم سبب لتضارب المصالح داخل أنظمة حوكمة الشركات هو: التغير المفاجئ لتعويضات التنفيذيين خلال الـ 1990s من غلبة الأساس النقدي إلى غلبة أساس الملكية، أي خيارات الأسهم. حقّاً، لم يبين القانون خيارات الأسهم أو تعويضات التنفيذيين عدا المطالبة بمصادرة المكافآت أو أيّة تعويضات على أساس الملكية أو التحفيز التي يتلقاها المدير المالي أو المدير التنفيذي الرئيسي في السنة التي تلي الكشف عن تضخيم الأرباح في التقارير المالية التي ينبغي تعديلها وإعادة صياغتها للتصحيح لاحقاً /الفصل ٣٠٤/ (Franklin Strier, p: 87).

ظهرت أنظمة تصنيف جديدة لحوكمة الشركات كرمز لحركة الإصلاح. إضافة لذلك، تُصنِّف جهات مثل: دار الشركات، ومركز خدمات المساهمين المؤسساتيين، كل شركة مطروحة للاكتتاب العام تجاه مؤشر سوق ذي علاقة. حيث انضمت هاتان المنظمتان إلى منظمات التصنيف التقليدية مثل Moody`s and Standard & Poors. ومع الإشراف التشريعي والخاص الجديد، فإن وصلت جهود إصلاح حوكمة الشركات إلى حالة فشل، فلن يكون بسبب نقص الرقابة الداخلية (Franklin Strier, p: 87).

٢- أثر إدخال إصلاحات الحوكمة على وضع التوازن في الشركة:

أولاً: نموذج عدم التوازن:

بناءً على نظرية صاحب العمل – الوكيل في إدارة الشركة، قد يكون الطلب على آليات الحوكمة من أجل رصف مصالح الإدارة مع مصالح حملة الأسهم. يدَّعي العديد من الباحثين بأن هنالك مستوى مثالي لحوكمة الشركات يقلل من تكاليف الوكالة في الشركة، ما يعني إمكانية وجود حالة من عدم الكفاءة في مستويات حوكمة الشركات ضمناً. وعبَّر Boone, Field, Karpoff and Raheja (2006) عن هذا الافتراض "بفرضية عدم الكفاءة"، ودعموا المقولة بأن التحسينات الآتية من خارج الشركة على هيكل الشركة الذي يكون في مستوى أقل من المستوى الأمثل سيؤدِّي

إلى زيادة القيمة لحملة الأسهم. حيث هنالك حجج بأن الشركات قد تنحرف عن هيكل الحوكمة الأمثل بسبب عوائق تكاليف الصفقة وخلافات السوق (David T. Tan 2009, p: 15). وفيمايلي بعض الأمثلة عن تأثير إصلاحات معينة على حالة التوازن تلك.

كَشف العديد من المؤلفين عن علاقة قوية بين حساسية التعويضات الإدارية وأداء الشركة. ويحاججون بأن حِزَم التعويضات غير كفوءة، على اعتبار إمكانية تحسين أداء الشركة بمزيد من الحساسية في حِزَم التعويضات. كما تم تطبيق مثل هذه المقولة على هيكل ملكية الشركات. ووُجِدت علاقة قوية بين الملكية الداخلية وأداء الشركة، وخلصوا إلى وجود مستوى أمثل للملكية الداخلية يمكن أن يضرب توازن حوافز الإدارة وآثار التحصُّن. وهذا يؤدي إلى اقتراح مفاده أن الشركات التي تكون في حالة أدنى من المثالية يمكنها تعديل نسبة الملكية الداخلية لتحسين القيمة لحملة الأسهم (David T. Tan 2009, p: 16).

وتم وضع مناقشات مشابهة حول العلاقة بين أصحاب الحصص الخارجيين والأداء، مدعية لإجراء زيادات في ملكية الحصص لتحسين الرقابة على أداء الشركة. أخيراً، كتب العديد من الباحثين في تقاريرهم حول وجود علاقة هامة بين خصائص مجلس الإدارة وأداء الشركة، بالإشارة إلى إمكانية تعديل حجم المجلس واستقلاله باتجاه حالة أمثل تقلِّل من تضارب المصالح، بالتالي، المساهمة في تحسين الأداء.

المقولة المركزية في ذلك هي أنه ليس لدى كل الشركات هياكل حوكمة أمثل، وأن التغييرات في آليات حوكمتها نحو مستوى أمثل يمكن أن يؤدي إلى تحسين القيمة لحملة الأسهم. أي أنه من المفترَض أن الشركات هي في وضع لاتوازني فيما يخص هيكل الحوكمة. ويترتب على ذلك، أنه وفق النموذج المستخدم في هذا البحث، سيكون للتعديلات في حوكمة الشركات أثر سببي على أداء الشركات، كونها تؤثِّر مباشرة في حوافز ومراقبة الإدارة، الأمر الذي سيؤثر بدوره على قيمة الشركة (David T. Tan 2009, p: 17)، انظر الشكل التالي:

شكل 7: نموذج عدم التوازن في علاقة حوكمة الشركة وأدائها.



العديد من الدراسات ترتكز على الإطار المشروح أعلاه في الشكل السابق، وقامت بتقدير نماذج تطبيقية تفترض علاقة سببية انطلاقاً من آليات حوكمة الشركة إلى أدائها وقيمتها.

يبيِّن نموذج اللاتوازن أن أداء الشركة هو دالَّة لحوكمة الشركة وخصائصها، ويقترح بأن للتغيرات من خارج الشركة أثر هامشي مباشر على أدائها. ويمكن التعبير عن نموذج اللاتوازن لعلاقة حوكمة الشركات وأداء الشركة كما يلي:

أداء الشركة = دالة لـ (حوكمة الشركات، وخصائص الشركة، وأدائها السابق، والعوامل غير الملحوظة).

ثانياً: نموذج التوازن:

النظرة البديلة في علاقة حوكمة الشركات بأداء وقيمة الشركة، أن آليات حوكمة الشركات هي خصائص داخلية النمو للشركة. وكشف العديد من المؤلِّفين عن دليل يدعو للتساؤل حول العلاقة السببية المذكورة في نموذج عدم التوازن أعلاه، ويقترح بأن حوكمة الشركات هي في الحقيقة نتيجة لعوامل خاصَّة بالشركة. ومن المُرَجَّح أن تحدِّد خصائص الشركة، وادائها السابق والمتوقَّع، وعوامل أخرى غير قابلة للملاحظة (مثل قدرة الإدارة أو رئيس مجلس الإدارة) هيكل حوكمة الشركة (David T. Tan 2009, p: 18).

طبَّق Coles, Lemmon and Meschke (2007) نموذجاً بنيوياً لقيمة الشركة والملكية الداخلية. وولَّدوا نموذجاً من الملكية الداخلية ذي متغيرات داخلية النمو، ووجدوا دليلاً بأن عوامل الشركة الخارجية – مثل كره المدراء للخطر، وتطاير العوائد، وهامش الربح، وإنتاجية الإدارة، وإنتاجية استثمارات الشركات – تحدِّد معاً أداء الشركات ومستوى الملكية الداخلية، مُفَسِّرةً العلاقة

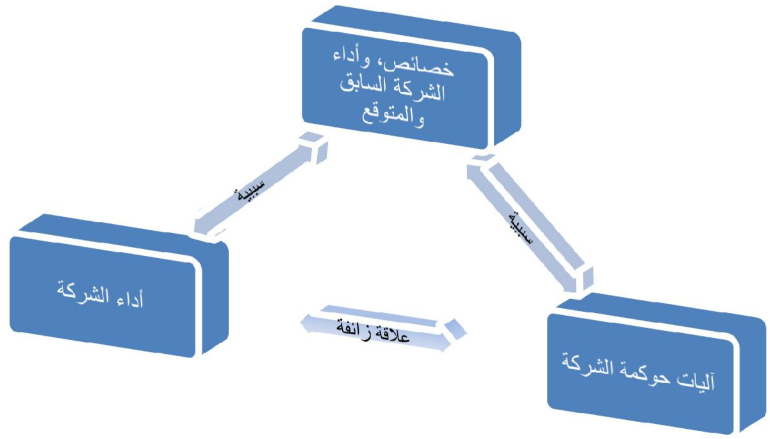
سنامية الشكل الملحوظة بين مقياس Tobin`s Q والملكية الداخلية (David T. Tan 2009, p: 18).

استخدم Wintoki, Linch and Netter (2008) مدخل Generalized Method of Moments (GMM) لمعالجة وجود نمو داخلي في النموذج، ولم يجدوا علاقة سببية بين تركيبة مجلس الإدارة وأداء الشركة. واقترحوا بأن هيكلية مجلس الإدارة هي نتيجة لأداء الشركة السابق، وتزامن في تحديد الأداء المتوقَّع وخصائص مجلس الإدارة، وخصائص الشركة غير القابلة للملاحظة. مثلاً، كتب Hermalin and Weisbach (1988) بأن هنالك ميلاً لتعيين أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين إثر أداء ضعيف سابق للشركة (David T. Tan 2009, p: 18).

ويمكن تطبيق ديناميـة علـى العلاقـة بين أداء الشركة وتركُّز الملكيـة الخارجيـة وعقود تعويضـات الإداريين. ينصح Jensen, Murphy and Wruck (2004) أن تأخذ تركيبة التعويضات الإدارية خصائص الشركة وهيكل حوكمتها الحالية بعين الاعتبار. أكثر من ذلك، يمكن لقدرة وسلطة الـ CEO تحديد أداء الشركة وبشكل مشترك وتحديد مستوى التعويضات المرتكِزة على الأداء التي يتلقاها. كما يمكن لأصحاب الحصص الخارجيين، مثل المؤسسات المالية، اتخاذ قرارات أفضل والاستثمار في أسهم الشركات ذات العوائد المتوقعة الأعلى. ومن الواضح أن هنالك عدداً كبيراً من التفسيرات المعقولة حول العلاقة الملحوظة بين هيكل حوكمة الشركة وأدائها أبعد مما يمكن أن يقدمه إطار نموذج اللاتوازن (David T. Tan 2009, p: 18).

المقولة التالية هي أن هيكل الحوكمة الملحوظ يتحدد، أو يتم تقريبه إلى درجة أمثل، على أساس عوامل مختلفة تتعلق بالشركة. وتكون آليات حوكمة الشركة بحالة توازن حيث لن تُحسِّن التعديلات الآتية من الخارج قيمة الشركة. في الحقيقة، قد يكون لإجبار الشركات بتعديلات حوكمية معينة أثراً عكسياً على عملياتها، كونه يتم إجبارها على الانحراف عن وضع التوازن الأمثل لهيكل الحوكمة. ويمكن لحظ علاقة التوازن هذه في الشكل التالي، حيث تتضمن خصائص الشركة العوامل القابلة وغير القابلة للملاحظة (مثل سلطة الـ CEO)، والتي سيُعبَّر عنها ضمن متغيرات النموذج. يترتب على نموذج التوازن أنَّ تقدير نموذج بشأن العلاقة بين حوكمة وأداء الشركة قد يقود إلى نتائج غير منطقية أو كاذبة أن لم يتم أخذ الخصائص ذات النمو الداخلي لحوكمة الشركة بعين الاعتبار (David T. Tan 2009, p: 19).

شكل 8: نموذج التوازن في العلاقة بين حوكمة وأداء الشركة



يمكن التعبير عن نموذج التوازن بنظام مشترك من المعادلات حيث يكون كِلا أداء وحوكمة الشركة دالتين لخصائص الشركة. وعلى ذلك، قد يبدو أداء وحوكمة الشركة مرتبطين في ضوء سيناريوهات معينة. على كلٍّ، لن يكون للتدخل أو الإصلاحات الخارجية لحوكمة الشركات أثراً هاماً على أدائها (David T. Tan 2009, p: 19). ويمكن تبيان مثل هذا الإطار كما يلي:

أداء الشركة = تا (خصائص الشركة، أدائها السابق، العوامل غير الملحوظة).

حوكمة الشركة = تا (خصائص الشركة، أدائها السابق، العوامل غير الملحوظة).

من خلال المناقشة السابقة يمكن التوصل إلى جملة من الفرضيات التي يمكن اختبارها في هذا البحث كتطوير لنموذج الحوكمة بدراسة علاقة مدخلات الحوكمة على مخرجات النموذج التي يمكن قياسها من خلال مقاييس أداء وقيمة الشركات كما ورت ضمن مقدمة البحث: ف من /٩/ لغاية /١٠ أ – د/.

٣- أثر الأزمة المالية العالمية على إصلاحات حوكمة الشركات ومكوّنات النموذج:

كتب Rene' Ricol في تقديمه لتقرير حول الأزمة المالية العالمية الأخيرة: أن على المُشَرِّعين والمشرفين في الصناعات المختلفة مسح كفاءة حوكمة الشركات والرقابة الداخلية بشكل منتظم. ومن الضروري تشجيع المخطِئين و/أو ضعيفي الأداء خلال الأزمة على مواجهة مسؤولياتهم (Rene' Ricol 2008, p: 5). ويعتقد Rene' Ricol أن إصلاح حوكمة مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB هو أحد أهم الخطوات الضرورية، لضمان أن منظمة اتحاد المحاسبين

الدولي شرعية، ومسؤولة، ومستقلَّة بالكامل بشأن دورها في وضع المعايير، لمقابلة متطلبات الأداء في ضوء المنافسة، والاستجابة والكفاءة. ومن الصعب تخيل ألاَّ تقود الأزمة إلى تنسيق أكثر قرباً لعمل المشرعين والمشرفين وواضعي المعايير مع بعضهم البعض (Rene' Ricol 2008, p: 6).

يعتقد البعض أن الأولوية على المدى القريب ينبغي أن تكون لما يساعد على استعادة الثقة، أي لحوكمة الشركات وإدارة الخطر في المؤسسات المالية، وتحسين وظيفة وكالات التصنيف الائتماني، كذلك التأكد من تنسيق وتنفيذ السياسات التشريعية والاقتصادية بشكل ملائم. أما في المدى المتوسط، ينبغي تشجيع كل المقاييس التي تمنع تكرار الأزمة وتدعم التنبوء بالخطر. بهذا الشأن، يُعتَبَر الحوار بين الأوروبيين والولايات المتحدة والاقتصادات الصاعدة أمراً جوهرياً (Rene' Ricol 2008, p: 6).

ينبغي أن تهدف إصلاحات حوكمة الـ IASB إلى تعزيز اتساق قواعد المحاسبة والقواعد الاحترازية، لِمَا لمساهمة معايير المحاسبة وهذه القواعد من دورٍ هام في التَّسَبُّب بتكرار الأزمة. فقد كشفت الأزمة عن وجود قصور في أنظمة إدارة الخطر وحوكمة الشركات لدى المؤسسات المالية. وينبغي فحص قواعد الحوكمة، مع التركيز على الأدوار التي يلعبها مجلس الإدارة أو المجلس الإشرافي واللجان المُتَخَصِّصَة، والتأكيد على تمتع أعضائهم بالكفاءة، وعلى إجراءات تزويد هذه المجالس واللجان بالمعلومات. ويمكن مراجعة أدلة وقواعد الحوكمة المُطَبَّقة حالياً. كذلك تعريف وتحفيز الرقابة الداخلية بشكل ملائم كمُكَوِّن جوهري من مُكَوِّنات إدارة الخطر (Rene' Ricol 2008, p: 10).

من التوصيات الهامة بنتيجة الأزمة المالية الأخيرة: تسريع عملية اتخاذ القرار بشأن الرقابة الداخلية وحوكمة الشركات، بالترافق مع تسريع عقد مؤتمرات للإجماع على اتخاذ القرار (Rene' Ricol 2008, p: 12). بالتحديد ينبغي تعزيز حوكمة الشركات من خلال إجماع الأطراف على مقياس (الكفاءة – مقابل – الاستقلال) عند انتقاء أعضاء مجالس الإدارة، واتخاذ خطوات في هذا المجال، بالاستفادة من أدلة الحوكمة المُطَبَّقة لدى شركات القطاع الخاص والعمل على تطوير مدخل مُوَحَّد فيما بينها (Rene' Ricol 2008, p: 15). إضافة لمراجعة حوكمة IASB، ينبغي أن يتم التركيز في التنسيق بين الـ IASB من جِهة، وبين المُشَرِّعين والمشرِفين من جهةٍ أُخرى (خاصة في

القطاع المصرفي) على تعزيز التوافق بين معايير المحاسبة وقواعد الحوكمة والتأكُّد من مراعاة المصلحة العامة من قِبل مجلس أمناء الـ IASB عند وضع المعايير.

فَمَع تَكَشُّف الأزمة، بدى واضحاً أهمية ربط مجموعتي القواعد التي تحكم سلوك المصارف (يعني المعايير المحاسبية والقواعد الاحترازية) بالترادف. يكمن حل هذه المسائل في حوكمة الـ IASB. فمع احترام استقلال مجلس الـ IASB، ينبغي أن يضمن هيكل حوكمته وجود حوار ملائم بين المجلس من جهة، وواضعي القواعد في السوق ومشرفي القواعد الاحترازية من جهة أخرى، لتعزيز الاتساق بين معايير المحاسبة والقواعد الاحترازية بشكل أفضل (Rene' Ricol 2008, p: 53). يحتاج هيكل حوكمة الـ IASB للمراجعة من خلال تشكيل مجموعة مراقبة، تتألف من توليفة من منظِّمي السوق المالية ومفوضيات الإشراف المصرفي وتُكَلَّف بمهمة معالجة المشاكل ذات الاهتمام العام في ضوء الاستقرار المالي. كما تم اقتراح مراجعة هيكل حوكمة لجنة معايير المحاسبة الدولية ومجلس المحاسبة الدولي لضمان استقلاليتهما في وضع المعايير (Rene' Ricol 2008, p: 53).

وضع معهد التمويل الدولي الـ IIF في تقريره July 2008، كمراجعة لتطبيق مشاريع ومقترحات بنتيجة الأزمة المالية، سلسلة من التوصيات الدقيقة والصريحة لأعضائها فيما يتعلق بالحوكمة وثقافة الخطر، والنزعة نحو المخاطَرَة، ودور مسؤولي قسم إدارة الخطر في البنوك، ونماذج الخطر، وتكامل مجالات إدارة الخطر والتحويل إلى أسهم والمنتجات مُعَقَّدة البُنْيَة واختبار الضغوط (Rene' Ricol 2008, p: 37).

ارتبطت درجة تعرض المصارف إلى الأزمة وقدرتها على التكيف إلى حدٍّ كبير بجودة النُّظُم التي استخدمتها المصارف لإدارة خطر حوكمة الشركات. مثلاً في بعض البنوك، تم إعلام مجلس الإدارة بصافي التبادلات للمؤسسات المالية، بدلاً من إجمالي حجم التبادلات. لذلك، وخلال الأزمة، لايكون المجلس مُدرِكاً للقيم التراكمية للحصص المتداولة. وبإعادة تصميم نظم التقرير بشكل أفضل، من الممكن أن يعتمد المجلس على المقاييس الاحترازية الضرورية، وسيكون تعرُّض البنك للأزمة أقل بالنتيجة. بعمومية أكثر، عندما تصبح المنتجات المصرفية أكثر تعقيداً بحيث يصعب على الإدارة فهمها، عندها ينبغي النظر إلى هذه الحالة كتحذير. وينبغي عندها الحدّ من هذه المنتجات.

وظهر أيضاً، أنه بسبب نقص الحوار بين مدراء خطر الائتمان ومدراء خطر السوق، قامت بعض البنوك التي لديها فرط في بعض المنتجات المصرفية والتي اعتُبِرت مُضلَّلة لاحقاً بإعادة شرائها بصيغة إعادة هيكلة.

دون الإسهاب في الأخطاء التي حدثت، يمكن استنتاج أربع نقاط في هذه المرحلة (Rene' Ricol 2008, p: 54):

- ينبغي إعطاء تفكير جديد لقواعد الحوكمة، ودور مجلس الإدارة أو المجلس الإشرافي، ولجانه المتخصصة، وإجراءات توصيل المعلومات لهذه المجالس واللجان. أكثر من ذلك، تتعلق هذه المسألة في جانبٍ منها بالحاجة إلى إجماعٍ جديد حول حوكمة البنوك، وشركات التأمين والشركات المُدْرَجَة ككل، وتوحيد رؤية تقارير Cadbury, Cromme, Bouton and OECD.
- بشكل مشابه، هنالك تساؤل حول ما إذا كان استقلال أعضاء المجلس هو المعيار الرئيس لانتقاء العضو، أم ينبغي إيلاء مزيد من التأكيد على كفاءتهم؛ فيما يتعلق، بفحص الكفاءة المالية للأعضاء المستقلِّين، من أجل تفادي أخطار تضارب المصالح.
- يعتبر الحصول على طيف واسع من المهارات[1] لدى أعضاء مجالس البنوك تحدياً كبيراً، من وجهة نظر الحوكمة. إحدى الإمكانيات هي وضع إجراء يوافق مشرفو البنوك من خِلاله على تعيين كل أعضاء مجالس الإدارة، أو أعضاء لجنة المراجعة على الأقل. كذلك، ينبغي إلزام وجود لجنة مراجعة.
- ينبغي تعريف الرقابة الداخلية بشكل ملائم، ووضعها ضمن سياقها القانوني والتنظيمي، ودعمها كمُكَوِّن جوهري لإدارة الخطر.

تبنى البرلمان الأوروبي، على سبيل المثال، في دوراته الرابعة، والسابعة، والثامنة متطلباً من الشركات بتضمين بيان عن حوكمة الشركة يصف الرقابة الداخلية وإدارة الخطر في تقرير الإدارة. ويوصي البعض بتضمينها ضمن مبادئ الإدارة والحوكمة والرقابة الجيِّدة على الأخطار الرئيسية التي تواجه الشركة (Rene' Ricol 2008, p: 55).

---

[1] لمزيد من التفصيل حول المهارات المطلوبة التي ينبغي أن يتمتع بها عضو مجلس الإدارة، يمكن العودة إلى المرجع: (محمد مصطفى سليمان، ٢٠٠٨، ص:٥٥-٥٧).

ورغم الحديث بشكل كبير عن مستوى المدفوعات للإدارة العليا، كجزء من الحديث عن حوكمة الشركات خلال الأزمة المالية العالمية، إلا أن هذه الأزمة أثبتت الحاجة لترتيبات تعويضات على أساس الأداء بعيد الأمد، بحيث ترصِف مصالح المدراء مع مصالح المؤسسات المالية الاستراتيجية ومساهِميها (Rene' Ricol 2008, p: 58).

وينبغي تشجيع وسطاء الأسواق المالية للتعامل مع تلك الشركات التي تُثبِت أن لديها ممارسات أمثل للشفافية، والحوكمة، وإدارة الخطر وتقويم الأصول (Rene' Ricol 2008, p: 61). كما كانت هنالك دعوات لتوحيد الأجهزة الإشرافية من أجل تعزيز الحوكمة (Rene' Ricol 2008, p: 64). مثلاً، على الدول غير المنضمة بعد للاتحاد الأوروبي بإعداد قائمة بالمؤشرات الرئيسية، خاصة لأنظمة الحوكمة وإدارة الخطر وتقديمها إلى منتدى الاستقرار المالي FSF، من أجل التمكُّن من التدخل القانوني السريع في حال حدوث مشاكل(Rene' Ricol 2008, p: 77). ومن لجان التدخل السريع المتخصِّصة في أوقات الأزمة تبرز لجنة خبراء الحوكمة.

على كل حال، يمكن الاستفادة من مناقشة الفقرة السابقة معرفة أثر الأزمة المالية العالمية الأخيرة على حوكمة الشركات، والمستجدات والنصائح المطلوبة من الجهات المعنية بنتيجة هذه الأزمة. مثلاً، فيما يتعلق بنموذج البحث يستخلص الباحث ضرورة أن يتطرق النموذج إلى مجموعة نقاط من أهمها:

- وجود تنسيق بين الجهات المعنية بحوكمة الشركات؛
- وجود لجان حوكمة من ضمن لجان التدخل السريع خلال الأزمات؛
- وجود تقويم لخطر الحوكمة؛
- التأكيد على استقلال ومهارات أعضاء مجالس الإدارة عند انتقاؤهم، وليس فقط على استقلالهم، بل على مهاراتهم أيضاً، وضرورة إشراف لجنة السوق أو جهات الإشراف على تعيين المستقلين الخارجيين منهم، على الأقل بالنسبة لأعضاء لجنة المراجعة.

يمكن تضمين متغيرات بشأن النقاط السابقة في النموذج والاستبيان لتغطيها.

الفصل الثاني: الأدوار المختلفة لمكونات الحوكمة والنموذج المقترح

تمهيد:

يناقش الباحث في هذا الفصل ضمن أربعة مباحث؛ الأساس والتطوير الفرضي لمكوِّنات النموذج المُقترح في أبعاد مختلفة حسب الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة. وذلك من خلال عرض آليات وأدوار هذه الأطراف المختلفة الداخلة في حوكمة الشركة (مثل: مجلس الإدارة، وحملة الأسهم، والمراجِعين، وأصحاب المصالح).

في المبحث الأول، يدرس الباحث دور مجلس الإدارة في حوكمة الشركات من خلال التعرف على الهياكل والممارسات التي تعزِّز فعالية هذا الدور الحوكمي وعلاقتها في تحسين أداء الشركات لاستنباط الفروض المتعلقة بهذا الدور. يتناول المبحث الثاني دور حملة الأسهم في حوكمة الشركة، وأثر هياكل الملكية المختلفة على حوكمة وأداء الشركات.

أما في المبحث الثالث، تمت دراسة دور المراجع الخارجي وآلية عمل استقلاله وكفاءته وسمعته من الناحية الحوكمية. وعلاقة ذلك باختيار المراجع وتحديد أتعابه، ثم أثر ذلك على رأي المراجع. إضافة لدور المراجع الداخلي وممارسة الحوكمة من وجهة نظر المراجعة الداخلية.

في المبحث الرابع، يستعرض الباحث دور أصحاب المصالح، خاصة أهم الدائنين (البنوك)؛ من خلال البحث في دور التمويل المصرفي وعلاقته بالمشاكل الحوكمية في البلدان محل الدراسة، ومساهمة الموظفين في حوكمة الشركات، وإلقاء الضوء على المسؤولية الاجتماعية ودور السوق والمراجع التشريعي في الحوكمة.

فعالية مجلس الإدارة:

دفعت الأزمة المالية العالمية الشركات، ومنظِّمي السوق، والمجتمع المالي للانتباه أكثر حول عواقب ضعف وظيفة مجالس الإدارة. مثلاً، أشار تقرير (2009) Walker Review إلى الدور الرقابي الهام للأعضاء غير التنفيذيين. كذلك تقرير (2009) Turner Review أشار إلى أهمية وضع هياكل تسمية فعالة لا تبالغ بمكافأة المجازفات غير المحسوبة بشكل دقيق. وكي تنجح الشركة ينبغي أن تُحكم بشكل جيد. والحصول على مجلس إدارة فعال يؤدي وظائفه بشكل جيد هو هدف أية شركة طموحة. المجلس هو قلب الشركة النابض، لذلك ينبغي أن يكون صحيحاً، ومعافى ويعمل بحرص لتسيير الشركة بشكل فعال. وتتطلب إشارات الإجهاد، ونقصان القدرات، والاهتمام لدى أعضائه، وعوارض الفشل في وظائفه انتباهاً ومعالجة سريعة. ويعتبر تدفق المعلومات الداخلة والخارجة بسهولة ودقة إلى المجلس أمراً جوهرياً لعمل جسم الشركة بشكل صحيح كأهمية تدفق الدم بشكل مستمر ودقيق في جسم الإنسان (Jill Solomon, 3rd ed. p: 78) [١].

يمكن أن يلعب مجلس الإدارة دوراً هاماً في تحسين أداء وقيمة الشركة. وتتحسن قيمة الشركة عندما يقوم مجلس الإدارة بواجباته المؤتمَن عليها كمراقبة أنشطة الإدارة وانتقاء الكوادر الإدارية العليا في الشركة. كما يمكن أن يقوم المجلس بتعيين ومتابعة أداء المراجع الخارجي بهدف تحسين قيمة الشركة. إضافة لحلِّ التناقضات الداخلية وتخفيض تكلفة الوكالة. وينبغي أن يكون أعضاء المجلس موضع مساءلة عن قراراتهم أمام حملة الأسهم (Kashif Rashid, 2008, p: 20).

ويذكر (Oliver Marnet, p: 616) بأن مجلس الإدارة هو آلية رقابية على "الأحكام المهنية professional referees" مصممة لضبط أداء الإدارة العليا في الشركة، وإذا احتاج الأمر، لاستبدال أفرادها بآخرِين أكثر فعالية. ويُعتَقَد بأن تضمين أعضاء مستقلين في المجلس له دور في تخفيف احتمال حدوث تواطؤ أو مؤامرات من قبل الإدارة لمصادرة حملة الأسهم. ومن المفترض نظرياً، أن تتسق حوافز المدراء بشكل لصيق مع مصالح حملة الأسهم من خلال استخدام عقود

---

[١] يُغطي هذا البعد المبدأ السادس من مبادئ الحوكمة.

تعويضات كفوءة ومراقبة للأداء التنفيذي عن قرب. إلا أن هنالك مجموعة من البحوث تتناقض مع هذا الوضع المثالي لوظيفة رقابة المجلس. حيث يمكن لتأثير المدير التنفيذي الرئيسي أن يؤدي إلى أثر سلبي جدِّي على فعالية المجلس، كذلك تم اعتبار مراقبة أعضاء المجلس مشكلة هامة. وعلى الرغم، مثلاً، من تزويد قانون ساربانز أوكسلي لعام ٢٠٠٢ للجنة التسمية التابعة للمجلس بمزيد من السلطات في عملية انتقاء أعضاء مجلس الإدارة، إلاّ أن أثر بنود هذا القانون على الاستقلال الوظيفي لأعضائه لم يتضح بعد.

على كل حال، خلُصَت الأبحاث السابقة حول فعالية مجلس الإدارة إلى نتائج مختلطة، على الرغم من تأكيد التقارير واللجان حول الحوكمة على أهمية فعالية مجلس الإدارة (Jill Solomon, p: 77). فهنالك بعض الدراسات التي أظهرت أن المجلس غير فعال وأنه يعتبر مُجرَّد "ختم مطَّاطي" للمصادقة على مصالح مدراء الشركات الخاصة. إلا أن دراساتٍ أحدث تشير إلى وجود علاقة مباشرة موجبة بين المجلس القوي للإدارة وأداء الشركة المالي (Peter A. Stanwich, et. al. opcit, p: 42).

درست (Andrea Melis 2004, p:2) فعالية المجلس في ظل وجود حامل أسهم مسيطِر، ودور هذا الترافق في التسبب بغض الطَّرف عن عدم توفر و/أو حدوث تجاوزات أو انتهاكات للضوابط الداخلية وبعض متطلبات الممارسات الأفضل الرئيسية لحوكمة الشركة؛ مثل وجود أعضاء مستقلين وتركيبة لجنة المراجعة ولجنة الرقابة الداخلية. وخلصت الدراسة إلى أن فعالية المجلس كانت منخفضة وإلى نقص في هيكل الرقابة الذي يمكنه مساءلة الداخليين، مع وجود نظام حوكمة يتصف بسيطرة حامل أسهم.

يشير Peter A. Stanwich وزملاؤه إلى أن مسؤوليات مجلس الإدارة تطوَّرت على مرّ الزمن ضمن ثلاث فئات رئيسية هي: (١) المسؤوليات القانونية، (٢) والمسؤوليات تجاه موارد الشركة، (٣) والمسؤوليات المتعلقة بنظرية الوكالة. فالمسؤولية الأساسية لمجلس الإدارة من وجهة نظرهم هي المساءلة القانونية عن تمثيل المصالح المُوْكَل إليهم رعايتها من قبل حملة الأسهم. حيث يضمَن أداء الواجب الائتماني الموكل إلى المجلس بأن مصالح حملة الأسهم ممثلة داخل الشركة. مثال عن بعض هذه المسؤوليات القانونية الملقاة على المجلس ستتضمَّن تقويم الأداء المالي للشركة، وعملية انتقاء وتقويم المدير التنفيذي الرئيسي وأعضاء المجلس. وترتكز مسؤولية مجلس

الإدارة بضمان حماية المصالح ذات العلاقة لحملة الأسهم على مفهوم نظرية الوكالة. وبحسب هذه النظرية يكون مجلس الإدارة وكيلاً لمصالح حملة الأسهم الذين استثمروا رأسمالهم في الشركة (Peter A. Stanwich, et. al. opcit, p: 42).

لذلك، هنالك حاجة لتكييف أنظمة الرقابة والمراقبة من قبل الشركة ومجلس الإدارة للتأكد من حماية مصالح حملة الأسهم. بالتالي فمسؤولية أعضاء المجلس والمجلس مجتمِعاً من وجهة نظرهم هي حماية مصالح حملة الأسهم وثروتهم (Peter A. Stanwich, et. al. opcit, p: 43).

المجال الرئيس الثالث من المسؤولية هو واجب المجلس بالقيام برقابة وتخصيص فعال لموارد الشركة، والتي هي أساس لنظرية الاعتماد على الموارد resource dependent theory.

حيث ترتكز نظرية الاعتماد على الموارد على الاعتقاد بأن إحدى المنافع التي يستطيع مجلس الإدارة وأعضاؤه تقديمها للشركة هي نوعية العلاقات الرسمية وغير الرسمية التي لدى عضو مجلس الإدارة مع منظمات وشركات أخرى. فمن خلال اكتساب ليس فقط الموارد المالية، بل كذلك الموارد المعرفية، يمكن لأعضاء مجلس الإدارة لعب دورٍ في تخفيض الاضطراب في البيئة المحيطة بالشركة، والتي على هذه الأخيرة تبيانها بشكل دائم.

من خلال القدرة على نشر وتوسيع قدراتهم وعلاقاتهم مع البيئة الخارجية، يكون لدى أعضاء المجلس القدرة على الرقابة والسيطرة على اختلال الموارد المتدفقة إلى داخل الشركة. أكثر من ذلك، تعتبر قدرة أعضاء المجلس لمساعدة الشركات في عرض وجهات نظر موضوعية وبديلة عند أخذ الشركة لقراراتها الاستراتيجية بعين الاعتبار، من ضمن نظرية الاعتماد على الموارد. وعلى أساس المسؤوليات الثلاثة الجوهرية هذه، يمكن لمسؤولية مجلس الإدارة تعزيز القيمة الكلية للشركة بالترافق مع خدمة الاحتياجات المختلفة لكل أصحاب المصالح ذوي العلاقة (Peter A. Stanwich, et. al. opcit, p: 43).

وبأخذ الحالة الأمريكية كمثال، لطالما تم انتقاد مجالس الإدارة في الـ USA لعدم توفيرها لتوازنٍ في القِوَى ما يُخَفِّض بالتالي فعالية المجلس. حيث لاتشجِّع ثقافة المجالس في الـ USA على التعارض. ما يعني تمتُّع الـ CEO (كذلك رئيس مجلس الإدارة عادة) بسلطة واسعة وسيطرة مطلقة على اتخاذ القرار.

على كل تتوزع المتغيرات حول دور مجلس الإدارة ضمن فئتين، أولهما: تركيبة المجلس، وثانيهما: آليات عمل ووظائف المجلس.

١- حجم وتركيبة المجلس (طبقة أم طبقتين)

كشف العديد من الباحثين عن وجود علاقة بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركة (David T. Tan, p:43). وفي بحث حول فعالية مجلس الإدارة، كشف D. Yermack 1996 عن علاقة سلبية هامة بين حجم المجلس و مقياس Tobin`s Q (Oliver Marnet, p: 622)، وقدم دليلاً أن مجالس الإدارة الأصغر تترافق مع تقييمات أعلى وأداء أفضل – أي قيم أعلى لمقياس Tobin`s Q (Jay C. Hartzell, Jarl G. Kallberg, and Crocker H. Liu, 2004, p: 1).

ففي أمريكا، يُعتبَر عدد أعضاء مجالس الإدارة كبيراً بشكل نموذجي، ما قد يخفض من فعاليتها. ويُظهِر الدليل الإحصائي لدى Yermack, 1996 أن أداء وقيمة الشركة يرتبطان عكسياً مع حجم مجلس الإدارة (Jill Solomon, p: 81).

ويمكن تصنيف مجالس الإدارة ضمن نموذجين اثنين: النموذج المؤلف من طبقة واحدة، وذلك المؤلف من طبقتين. تميل المجالس ذات الطبقة الواحدة لكونها الشكل الأكثر شيوعاً، خاصة في البلدان التي تأثرت بالأسلوب الأنجلوساكسوني لحوكمة الشركات. والمجالس ذات الطبقة الواحدة تتضمن كِلا الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين وأقرب إلى اتخاذ القرارات كمجموعة واحدة. من جهة أخرى، تتألف المجالس ذات الطبقتين من مجلسين منفصلين، هما مجلس الإدارة ومجلس إشرافي.

يتضمن مجلس الإدارة في هذه الحالة، عموماً، أعضاء تنفيذيين يركِّزون على المسائل التشغيلية ذات الأهمية الكبيرة ويرأسه المدير التنفيذي الرئيسي. بينما يتعامل المجلس الإشرافي مع القرارات الاستراتيجية ويُشرِف على عمل مجلس الإدارة. يتولى رئيس مجلس إدارة الشركة قمة الهرم في المجلس الإشرافي كشخص غير تنفيذي. تتألف المجالس الإشرافية من أعضاء غير تنفيذيين. ويُستخدم هذا المجلس كمحرِّك لإدخال مجموعات متنوعة من أصحاب المصالح في حوكمة الشركة، من خلال تضمين ممثِّلين عنهم في المجلس، كالموظفين أو المستشارين البيئيين، أو الدائنين...إلخ. على كل حال، مع وجود فرصة أكبر لأصحاب المصالح للمشاركة، يكون هذا النوع

من المجالس فعالاً عند وجود علاقة قوية بين المدير التنفيذي الرئيسي CEO، على رأس مجلس الإدارة، ورئيس المجلس الإشرافي Chairman (Jill Solomon, p:79).

في إيطاليا، كمثال سيء لحوكمة الشركات في الدول المتقدمة، هنالك نوعان من المجالس. من جهة أولى هنالك مجلس الإدارة. من جهة ثانية، هنالك ما يسمى مجلس المراجِعين التشريعيين Statutory Auditors Board للشركة. في عام ٢٠٠٤ سمح قانون الشركات الإيطالي بإمكانية الاختيار بين مجلس يتألف من طبقة واحدة (مع لجنة مراجعة داخل مجلس الإدارة)، أو من طبقتين (مع لجنة إدارية ومجلس إشرافي)، أو بين هيكلية المجلس التقليدي ذي مجلس المراجعة التشريعي (Andrea Melis 2004, p:8).

تعتبر كفاءة مجلس الإدارة موضع نقاش مستمر. ففي الشركات المطروحة للاكتتاب العام، تكون القاعدة بتركز الإدارة لدى المجلس. فهو يخدم حملة الأسهم بأفضل ما يمكن، على اعتبار أنه كفوء ولديه ولاء وتنافسية. لكن هنالك شعور بأن ليس هذا هو الحال في كثير من الدول عموماً. وتأتي أولوية كفاءة وهيكلية المجلس لأنه حتى أعضاء المجلس الموالين والكفوءين جداً ليسوا قادرين على إتمام وظائفهم دون وجود إطار بنيوي وتنظيمي كافٍ. بالنسبة لتركيبة وبنية المجلس، هنالك – كما استعرض الباحث أعلاه – جدلٌ أكاديمي موسع ومستمر حول محاسن ومساوئ نظام الطبقة الواحدة أم الطبقتين لمجلس الإدارة. على كلٍّ، يدرك كِلا النظامين أنه في الواقع، خاصة في الشركات المُدرَجة، هنالك تقارب ملحوظ بينهما. لكن يشير البعض إلى أن الرقابة في نموذج المجلس الإشرافي الألماني غير كافية، في حين أن نموذج المجلس ذي الطبقة الواحدة في بريطانيا يؤدي الوظيفة الرقابية رسمياً، وهو أفضل في الممارسة. من جهة أخرى، فإن موازنة قلة الكفاءة في النموذج الألماني بالفوائد من العمل الشبكي، والتي تفيد بالنهاية حملة الأسهم هو سؤال تطبيقي من الصعب الإجابة عليه بطريقة منهجية صحيحة[١].

بالتالي الفرضية التي يمكن استخلاصها هنا هي:

الفرضية ١أ) هنالك علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة و/أو أداء الشركات محل الدراسة.

---

[1] Klaus J. Hopt, "*Modern Company and Capital Market Problems: Improving European Corporate Governance After Enron*" ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N°.05/2002, Updated January 2007, © Klaus J. Hopt 2007, SSRN-id356102, p: 453.

أما فيما يتعلق بنموذج المجلس المؤلف من طبقتين، فتشير بيانات الدراسة الميدانية بأن كل المجالس مؤلفة من طبقة واحدة، لذلك لاتوجد بيانات عن المجالس المؤلفة من طبقتين.

٢ ـ استقلال مجلس الإدارة وتوصيف وظائف عمله

ينبغي التأكيد على استقلال مجلس الإدارة، كما ينبغي اختيار التوليفة الملائمة من الأعضاء الداخليين والخارجيين لتوليد القيمة للمستثمرين في السوق (Kashif Rashid, 2008, p: 21؛ Sanjai Bhagat and Bernard Black 2002).

وتشير بعض الدراسات إلى أن استقلال المجلس هو ما يحدد فعاليته في مراقبة الإدارة والحفاظ على مصالح حملة الأسهم (David T. Tan, p:42)، وتبيَّن في أخرى، أن هنالك علاقة إحصائية هامة بين استقلال المجلس والعديد من المقاييس المحاسبية لإدارة الأرباح. لكن هل استقلال كل أعضاء مجلس الإدارة هو المطلوب أم فئة معينة أم عدد محدد؟ كان Ken Peasnell et al. 2002 قد وجدوا بأنه ليس من الضروري أن يكون كل أعضاء مجلس الإدارة مستقلين– مستخدمين التعريف الشائع لاستقلال العضو– من أجل تحقيق مستوى حدوث أقل ملحوظ لإدارة الأرباح. بكل الأحوال تؤكد النتائج التي توصلوا إليها أن استقلال المجلس يساهم في تكامل القوائم المالية (Oliver Marnet, p: 622).

وحيث تكون المجالس المستقلة غائبة، تحصل الشركة بشكل خاص على تقويمات أخفض، وتُترَك حقوق مساهمي الأقلية عرضة للضَّرَر المتكرر (Oliver Marnet, p: 622).

على كلٍّ، هنالك نقص ملحوظ في الأدلة العملية الداعمة لعلاقة ارتباط إحصائية واضحة بين مقاييس استقلال المجلس وأداء الشركة المالي. والقضية الجوهرية في ذلك، هي صعوبة قياس استقلال العضو، على اعتبار أن الأعضاء هم مرجعية محترفة أو مراقبين. وقد حذَّر Mechael Weisbach وزميله (٢٠٠٣) من استخدام استقلال العضو كمتغير سببي ببساطة. وقد يمكن اختبار وجود أعضاء يحققون تعريفات استقلال قابلة للملاحظة بشكل مباشر وواضح نسبياً، لكن لاينبغي مساواته بالاستقلال ككل في سياق موضوعي أو شخصي معين؛ مثلاً، قد يولِّد وجود نسبة كبيرة من الخارجيين ببساطة إلى اعتبار أن المجلس مستقل، في حين قد يكون ذلك غير صحيح.

لذلك سيكون تركيز مقاييس هيكلية المجلس على استقلاله عن الإدارة. والمقاييس الشائعة في هذا المجال هي وجود الأعضاء الخارجيين المستقلين في تركيبة المجلس ولجانه، وازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيسي، وتركيبة تعويضاتهم وغير ذلك من المقاييس التي سيأتي البحث على دراستها بالتفصيل فيما يأتي.

يُعَرَّف عضو مجلس الإدارة المستقل بأنه غير المُوظَّف في الإدارة التنفيذية للشركة خلال السنوات الخمس الأخيرة من ترشحه للعضوية[١]. وميزت قواعد الحوكمة المطبقة في سوق دمشق بين العضو المستقل والعضو غير التنفيذي؛ فعرفت العضو المستقل بأنه هو "العضو الذي يتمتع بالاستقلالية التامة. وتنتفي صفة الاستقلالية عنه في أيٍّ من الحالات التالية (هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، القرار رقم ٣١/م، ص: ٢،٣):

١- إذا كان يعمل أو كان قد عمل لدى الشركة أو في أي شركة من مجموعتها (شركة أُم، شركة تابعة، شركة شقيقة) خلال السنوات الثلاث الأخيرة السابقة لتاريخ ترشيحه لعضوية المجلس.

٢- إذا كان من أقرباء أي من أعضاء مجلس الإدارة في الشركة أو في أي شركة من مجموعتها.

٣- إذا كانت له أو لأقربائه علاقة ينتج عنها تعاملات مالية مع الشركة أو مع أي شركة من مجموعتها.

٤- إذا كان هو أو أحد أقاربه شريكاً لمفتش حسابات الشركة خلال السنوات الثلاث السابقة لترشحه لعضوية المجلس،

أما العضو غير التنفيذي فهو عضو مجلس الإدارة الذي لايكون متفرغاً لإدارة الشركة، أو لايتقاضى منها راتباً شهرياً أو سنوياً.

بينما يُعرِّف قانون (2002) Sarbanes-Oxley في الولايات المتَّحدة العضو المستقل بأنه العضو الذي (Turki Bugshan 2005, p: 34):

- لايقبل، بشكل مباشر أو غير مباشر، أية أجور عن خدمات استشارية أو نصحية أو غيرها من التعويضات من الشركة بعيداً عن دوره كعضو مجلس إدارة أو عضوية لجانه.
- ليس عضواً منتسباً (أي من شركة حليفة) للشركة أو أي فرع من فروعها.

[١] كذلك هي خمس سنوات حسب تقرير Bouton 2002 في فرنسا.

- لايسيطر على الشركة، بشكل مباشر أو غير مباشر، أو تسيطِر عليه الشركة، أو يخضع لسيطرة من قِبَل أي موظف أو مدير أو عضو فيها، أو يخضع لأي مساهم له ١٠% من أسهمها.
- ليس عضو مجلس إدارة أو لجانه التابعة، أو موظفاً تنفيذياً، أو شريكاً، أو عضواً، أو صاحب عمل، أو منتدَباً من/أو لدى أي شركة حليفة[1].

وبرأي الباحث ينبغي ألاّ يكون له كذلك ارتباطات مع منظمات غير هادفة للربح تتلقى دعماً من الشركة التي يشغل فيها منصب عضوية مجلس الإدارة.

وقد لا يكون الاستقلال الرسمي كما تطلبه عدّة أدلة حوكمة شركات، بالضرورة مماثلاً للاستقلال الوظيفي الذي يكون فيه الأعضاء محكِّمين ومراقبين حياديين (Oliver Marnet, p: 623).

وصف Langevoort اعتماد الاختيار النموذجي لعضوية مجالس الإدارة على الكفاءة، والملاءمة، والإجماع، والتعاون بشكل كبير. على كل حال، يمكن أن يبدو التركيز الشديد المُبالَغ فيه على توفُّر صفة عمل الفريق وتجنب التعارض في العضو المختار دليلاً على هيمنة المدير التنفيذي الرئيسي CEO. وقد يدفع هذا المجلس ليكون أكثر عرضة لعواقب (سلبية) لتفكير المجموعة groupthink. تُحفِّز اجتماعات المجلس قرارات إجماعية نموذجياً، ويتم إهمال رأي معارضة للأقلية، في حال حدوثه، تجاه الأغلبية شبه الإجماعية. وهذا يتباين عن الاستقلال، والشكوكية، والولاء لحملة الأسهم (وربما لباقي أصحاب المصالح)، كما هي الحال في رقابة المجلس المثالية، التي تعمل إدراكياً لمعارضة نزعات تفكير المجموعة باتجاه المجموعة التفضيلية (الأغلبية) (Oliver Marnet, p: 623).

مثلاً، تتوجَّه نفسيّة المجلس باتجاه دعم المدير التنفيذي الرئيسي CEO. ونادراً ما تكون هنالك حالات طرد متكررة خلال فترات قصيرة للـ CEO، وقلما يحدث خروج وانشقاق مفتوح في اجتماعات المجلس. إن المنفعة التي تعود لعضو مجلس إدارة من محاولة الحدّ من التعويضات الإدارية الزائدة للمدراء التنفيذيين، هي منفعة منخفضة، في حين التكاليف الضمنية مرتفعة. وقد

[1] تتشابه التعاريف السابقة لاستقلال العضو في كثير من الأدلة والمراجع لما ورد أعلاه، منها، على سبيل المثال: (CFA Centre for Financial Market Integrity, 2005, p: 8).

يتهدد الاستقلال مرة أخرى عند ازدواجية منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة (Oliver Marnet, p: 623).

ناقش (Lucian Bebchuk and Jesse Fried (2003 القيود على فعالية مجلس الإدارة في وضع التعويضات التنفيذية وفي الوقاية من استغلال السلطة، مبتعدَين في تفسيرهما عن وجهة نظر التعاقد–المثالي، حيث يأخذ الأعضاء موقفاً مواجهاً للإدارة. ويُنظَر إلى الاستقلال الإسمي بشكوكية نتيجة تأثير الإدارة اللَّصيق والمهيمن على المجلس. ووجدا في دراستهما أن انتقاء أعضاء المجلس ومختلف لجانه في جزء كبير منه، تمَّ من قبل المدير التنفيذي الرئيسي أو عن طريقه. في مثل هذ الحالة يُتَوَقَّع أن يشعر أعضاء مجلس الإدارة بالامتنان لحصولهم على مناصبهم. بأقل الأحوال يمكن للمرء أن يتوقَّع شعوراً بالتبادلية، مايبرز تساؤلات درجة استقلال عضو مجلس الإدارة الخارجي (Oliver Marnet, p: 623).

يُنظر إلى ترتيبات التعويضات من خلال تعلُّقها بسوق العمالة (حسبما تقترحه وجهة نظر التعاقد المثالي)، ما يدفع باتجاه تخفيف تكاليف الوكالة، وتعلقها بقوة الإدارة، الأمر الذي يدفع بالنتيجة – من جهة أخرى – باتجاه حالة مُعيَّنة يكون فيها المدراء قادرين على ممارسة استغلال السلطة. لذلك، وجد Bebchuk and Fried في دراستهما أن ممارسات تعويضات المدراء المطبقة تسهم مباشرة في زيادة مشكلة الوكالة، ولاتؤدي إلى تخفيف مشكلة صاحب العمل/الوكيل بين حملة الأسهم والمدراء (Oliver Marnet, p: 624).

اختبر Kam–Ming Wan 2003 ما إذا كانت زيادة نسبة استقلال الأعضاء الخارجيين تقلل من المدفوعات للتنفيذيين وتعزز أداء الشركة. وفي دعم لنتائج Bebchuk and Fried بأن ممارسات التعويضات الحالية لاتخفف من مشكلة الوكالة، وجد Wan في دراسته بأن فروقات الشركات والصناعة تفسر الفروقات بين المدفوعات للتنفيذيين بشكل كبير. ولم يكن لمزيد من تمثيل الأعضاء المستقلين تأثيرٌ مادي على معدَّلات الدفع مقابل الأداء. ما يدفع للشك في الافتراض المسبق بأن الأعضاء المستقلون هم مراقِبون أفضل.

وعلى الرغم من أن المعارضة المُبَالَغ بها من قبل المجلس للإدارة غير منصوح بها، إلاّ أن من المرغوب وجود الاستقلال الوظيفي بشكل واضح. من جهة أخرى ينبغي على الداخليين تقديم المعلومات الضرورية المتعلقة بالشركة. المكان الذي يبرز فيه دور الاستقلال فعلاً هو في الرقابة

على حالات تعارض المصالح الإدارية، وهذه هي الوظيفة الرقابية الجوهرية لأي مجلس إدارة. فالمشكلة هي بأن السمعة كمسبب للمشاكل ستقلل من فرص إعادة انتخاب المجلس بشكل كبير. في حين يمتلك حملة الأسهم الحق والواجب بالموافقة على أعضاء مجلس الإدارة المرشحين، إلا أن الإدارة هي التي ترشحهم عموماً. بالرغم من أن قانون ساربانز أوكسلي ٢٠٠٢ قد أعطى لجنة التسمية مسؤولية أكبر بشأن انتقاء أعضاء المجلس، يبقى السؤال ما إذا كان العضو سيعارض الإدارة العليا عندما يستدعي الأمر ذلك، أم لا؟ (Oliver Marnet, p: 624).

حسب تقريرَي *Viénot and Bouton* في فرنسا يتم تحديد جودة المجلس أولاً وأخيراً من خلال عضويته، لذلك ينبغي أن تتألف تركيبة المجلس من خليط من الكفاء والخبرة والاستقلالية لخدمة الشركة ومساهميها(Michel Menjucq, 2005, p: 1010).

بالرغم من وجود تعريف واضح للعضو المستقل، لاتفصح التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق عن استقلال الأعضاء غير التنفيذيين، ولاعن المستقلين منهم. لكن تتبنى معظم أدلة الشركات المُدرجة ألا يقل عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة عن الثلث.

بالتالي، الفرضية التي يمكن اختبارها هنا هي:

الفرضية ١: تلعب ممارسات الحوكمة الجيدة دوراً إيجابياً في تحسين استقلالية وفعالية مجلس الإدارة، ما ينعكس إيجاباً على أداء وقيمة الشركات محل الدراسة. وتتوزع هذه الفرضية على الفرضيات الفرعية التالية بشأن دور مجلس الإدارة.

كما، يُفضِّل الباحث الحكم على مدى فعالية مجلس الإدارة من خلال دراسة المؤشرا ت الفرعية ومجموعة المتغيرات المتعلقة بالهيكلية الحوكمية لمجلس الإدارة وإجراءاته في النموذج المُقترح، حيث سيتم اختبار العلاقة بين مؤشر الحوكمة الفرعي لمجلس الإدارة ككل وأداء الشركة، لمعرفة مدى فعالية مجالس الشركات محل الدراسة وكفاءتها.

٣- الأعضاء الداخليون

يقوم الأعضاء الداخليين بدور هام في حماية مصالح حملة الأسهم. حيث يزودون حملة الأسهم والمجتمع المالي بالمعلومات المالية الهامة، التي تخفف من تضارب المعلومات بين المدراء

والمساهمين وباقي أصحاب المصالح (Kashif Rashid, 2008, p: 21, Jill Solomon, p: 82). ويمكن اعتباره كمتمم عددي للمتغير التالي.

وعلى اعتبار أن وجودهم ملائِم ضمن تركيبة مجلس الإدارة، يُفترض مايلي:

الفرضية ١ز) إن تضمين الأعضاء الداخليين ولو بنسبة أقل (من غير التنفيذيين) في تركيبة مجلس الإدارة يساعد على توازن وفعالية المجلس، وبالتالي إيجاباً على حوكمة الشركة وأدائها.

٤ـ الأعضاء الخارجيون ودورهم

ينبغي أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة غير تنفيذيين من أجل اتخاذ قرارات عقلانية غير متحيزة ولتوليد قيمة لحملة الأسهم. ودور العضو المستقل هام بالنسبة لقيمة الشركة كونه يمكن أن يراقب الشركة وإلزام مدرائها على اتخاذ قرارات غير متحيزة. إضافة لدوره في تطبيق مبادئ الحوكمة التي تحمي المساهمين والعودة إليها (Kashif Rashid, 2008, p: 21).

كما هو ملحوظ في حالة إنرون، تم تسليط الضوء على فعالية وظيفة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين. كما استجاب كل من تقرير Higges 2003 وتقرير Tyson المتعلق به، بشكل واضح تجاه ضعف فعالية الأعضاء غير التنفيذيين في شركات مثل إنرون. فمن وجهة نظر نظرية الوكالة، ينبغي أن يساعد وجود أعضاء غير تنفيذيين مستقلين (يشار إليهم بـ NEDs) في مجلس الإدارة إلى التقليل من تضارب المصالح بين حملة الأسهم وإدارة الشركة، كونهم يؤدُّون وظيفة رقابية بإدخال صوت مستقل إلى قاعة المجلس، بالتالي زيادة فعالية رقابة المجلس على تصرفات الإدارة (Aiyesha Dey 2008, p:1150). على كل حال ينبغي الانتباه إلى الدور الهام للأعضاء الداخليين في تحقيق التوازن المرغوب لفعالية المجلس.

من أهم القضايا التي ينبغي مناقشتها لتفعيل وظيفة ودور الأعضاء غير التنفيذيين مايلي:

- إضافة لضرورة توفر الخبرة والقدرة اللازمة، ينبغي تمتع العضو غير التنفيذي بمجموعة من الصفات مثل التكامل والأمانة والالتزام بمعايير أخلاقية رفيعة والقدرة على اتخاذ أحكام موضوعية، والرغبة والقدرة لتحدي وسبر أغوار المسائل التي تعترض عملهم، ومهارات التواصل وغيرها من المهارات الشخصية الأُخرى. إلى درجة يعتبر أحياناً إيجاد عضو

خارجي بهذه الصفات أمراً صعباً، حيث ينبغي ألاّ يكون محتالاً أو لصاً، وليس صديقاً حميماً فيفقد استقلاله، وليس جباناً فلا يضيف قيمة للشركة (Jill Solomon, p: 82).

- مسألة أخرى هي، التوتر الذي يؤثر على توازن الدور الرقابي على الداخليين مع الدور الاستراتيجي الَّذَين يُتَوقع أن يلعبهما العضو غير التنفيذي كي يكون فعالاً، حيث يشير تقرير Hample 1998 بأن هنالك تركزاً شديداً في الممارسات على الدور الرقابي، ولاحظ التقرير مايلي: تُسلِّط حالة إنرون وبارمالات الضوء على خطورة وجود مجموعة من الأعضاء غير التنفيذيين عديمي الفعالية، وإلى ظهور مشاكل كبيرة نتيجة انتهاك استقلالهم عبر تضارب المصالح.

لم يسلم الأعضاء غير التنفيذيين من الانتقاد إثر الأزمة المالية العالمية مؤخراً، وكما تم انتقاد حِزَم تعويضات التنفيذيين في البنوك والمؤسسات المالية، ألقى بعض المُعلِّقين اللوم على الأعضاء غير التنفيذيين ضعيفي الفعالية (Jill Solomon, p: 83).

وَجَدَ (1990) Rosenstein and Wyatt أن تعيين عضو خارجي كان (أو مازال) يعمل كمسؤول لدى شركة مالية ينعكس بانطباع إيجابي يزيد من قيمة أسهم الشركة، وبيَّن Brickly et al. (1994) أن متوسط ردَّة فعل سوق الأسهم لإعلانات عن استخدام "الحبة المسمومة" كانت إيجابية عندما يكون لدى المجلس غالبية من الأعضاء الخارجيين، وسلبية بعكس ذلك (Turki Bugshan 2005, p: 35).

على كلٍّ، يوصي تقرير كادبوري ١٩٩٢ بضرورة وجود ثلاثة أعضاء غير تنفيذيين على الأقل بحيث يكونوا قادرين على التأثير على قرارات المجلس. وأن على هؤلاء الأعضاء تقديم وجهة نظرهم حول استراتيجية الشركة، وأدائها، ومواردها، وتعيينات إدارتها العليا ومعايير الأداء. وينبغي أن يكون أغلبية الأعضاء غير التنفيذيين مستقلين عن الإدارة وليس لديهم أية علاقة يمكن أن تؤثِّر على استقلالهم (بالطبع ما عدا أتعابهم وحصصهم في أسهم الشركة). ولتعزيز هذا الاستقلال، ينبغي الموازنة بين تعويضات الأعضاء غير التنفيذيين وبين القيمة التي يقدمونها للشركة وتجنب الانتقاص من استقلالهم. ويمكن تشجيعهم على عدم المشاركة بخطط خيارات الأسهم كونها قد تؤثر على استقلالهم أيضاً. ويؤكد التقرير على رسمية عملية اختيار العضو غير التنفيذي

لأهميتها، ومرَّةً أخرى، لتعزيز استقلاله (مثلاً، عن طريق لجنة التسمية)، (Jill Solomon, p: 84).

لم يقم تقرير هامبل ١٩٩٨ بزيادة العدد المرغوب للأعضاء غير التنفيذيين في المجلس. يؤكد دليل الحوكمة الموحد في UK عام ١٩٩٨ على ضرورة المحافظة على توازن بين الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين، وبدوره لم يغير عدد غير التنفيذيين عن تقرير هامبل فكلاهما يؤكدان على نسبة لاتقل عن ثلث مجلس الإدارة من الأعضاء غير التنفيذيين.

بِغض النظر عن سياق تطور ونشوء تقرير Derek Higgs 2003 وأهميته لإصلاح الحوكمة في بريطانيا[١] واهتمامه بدور الأعضاء غير التنفيذيين، يوصي هذا التقرير بأن يكون نصف أعضاء المجلس على الأقل غير تنفيذيين، مع التأكيد على تأهيلهم وتدريبهم، (علماً أن هؤلاء الأعضاء قد يعارضون التدريب لأسباب مختلفة منها: ادعاؤهم بانشغالهم، وعدم فعالية وجدوى برامج التدريب، وأنهم جاهزون لأداء الأعمال المكلفين بها على أتم وجه، وأنها مضيعة للوقت وتشتتهم عن خدمة الشركات التي يعملون من أجلها وإلى ما هنالك؛ الأمر الذي ينطوي على بعض المغالطات) (Jill Solomon, p: 86). وهذه برأي الباحث نقطة هامة، فعندما يتم استبدال أغلبية أعضاء المجلس الداخليين بأعضاء خارجيين، فقد يفقد المجلس نقطة قوة يتميز بها الداخليون ألا وهي معرفتهم العميقة بالشركة والصناعة التي تعمل بها.

من جهته تَوَصَّل Byrd and Hickman (1992) إلى انخفاض العوائد السلبية بالنسبة لحملة الأسهم لدى الشركات ذات المجالس التي يكون نصف أعضائها على الأقل مستقلِّين عن مدراء الشركة (Turki Bugshan 2005, p: 35).

التقدم الهام الذي أبداه تقرير Higgs هو تعزيز الربط بين آليتي حوكمة جوهريتين معاً، هما دور الأعضاء غير التنفيذيين ودور حملة الأسهم، خاصة المستثمرين المؤسساتيين منهم. ما ينجم عنه أداة رقابية أقوى مما لوعملت كل آلية على حِدة. يوصِي التقرير بأن يتحمَّل عضو غير تنفيذي أو أكثر مسؤولية مباشرة تجاه شؤون حملة الأسهم، لتعزيز القيمة لهم في مجلس الإدارة. ويمكن أن يحضر ممثل الأعضاء الخارجيين الاجتماعات الدورية لحملة الأسهم والعمل معهم عن قرب لزيادة

[١] يذكر البعض أن هذا أهمية تقرير Higgs2003 تعادل قانون Sarbanes-Oxley 2002 في أمريكا بالنسبة لحوكمة الشركات في UK.

عملية انخراطهم في رسم استراتيجيات وسياسات الشركة؛ مع نمو هذه العملية بين الشركات ومستثمريها المؤسساتيين.

لكن تنطوي هذه التوصية بزيادة دور المستثمرين المؤسساتيين وحملة الأسهم عموماً في عمليات تشغيل الشركة على خطورة، أن يتم اعتبارها على أنها تدخل في شؤون إدارة الشركة، بالتالي قد تتسبب بحصول تعارض في المصالح، فلقيت بداية معارضة واسعة من مجتمع الأعمال (Jill Solomon, p: 88).

وهنا تظهر أهمية وجود أدلة حوكمة لدى الشركات غير الدليل الذي يفرضه السوق الذي يمثل الحدّ الأدنى المرغوب لممارسات الحوكمة، ويكون أكثر عمومية. تتطلب أدلة مُعظم الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مثلاً، أن تكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة من غير التنفيذيين، وهي بادرة إيجابية تتقدَّم بها على دليل الممارسات السليمة للسوق.

وبالتالي فالمقياس الذي يمكن استخدامه هو متغيِّر من نوع رقمي؛ أي عدد الأعضاء الخارجيين غير التنفيذيين، أو نسبتهم. لكن ماهو العدد الأمثل؟ كما لوحِظ أعلاه، ينبغي أن يكون أغلبية أعضاء مجلس الإدارة المؤلف من طبقة واحدة ، وكامل المجلس الإشرافي من غير التنفيذيين، ويمكن استثناء ممثلي العاملين. يدعم هذا المتغير فرضية استقلالية مجلس الإدارة السابقة.

<u>٤-أ العضو المنتسب (من شركة حليفة):</u>

يُعَرَّف العضو المنتسب بأنه أي عضو خارجي خدم سابقاً كمدير تنفيذي في الشركة، أو من الأطراف ذوي العلاقة، أو من الشركات الحليفة[1]. يشير (David F. Larcker, et al. 2004, p: 7) إلى أن هنالك أدلة في الولايات المتحدة بأن رؤساء اللجان الأساسية المتفرعة عن مجلس الإدارة (كلجنة المراجعة، والتعويضات والتسميات) هم أعضاء منتسبون، علماً أن معظم أعضاء هذه اللجان هم من الخارجيين. والمدير المنتسب لايصنف عموماً على أنه منشغل على عكس العضو الداخلي، حيث ينبغي أن يفرغ هذا العضو المنتسب – كالخارجي – وقتاً كافياً لخدمة الشركة.

والفرضية التي يمكن استخلاصها هنا هي:

---

[1] David F. Larcker, Scott A. Richardson, İrem Tuna; "*How Important is Corporate Governance?*" The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA 19104-6365, Revised September 24, 2004, p: 6.

الفرضية ١جـ) إن وجود أعضاء من شركات حليفة يضعف من استقلالية مجلس الإدارة، وبالتالي أدائها.

٥- لجنة المراجعة:

تعتبر لجنة المراجعة مسؤولة بشكل رئيسي عن عملية التقرير المالي، ومراجعة الإفصاح المالي، وتجتمع بشكل مستقل عن باقي أعضاء المجلس والإدارة، باعتبار أنها مكوَّنة فقط من أعضاء مستقلِّين (خارجيين)، ومع مراجعي الشركة لمناقشة السياسات والإجراءات الرقابية المحاسبية الداخلية. لذلك يُعتبر تقويم استقلال لجنة المراجعة جوهرياً للوصول إلى رقابة فعَّالة على عملية التقرير المالي في الشركة (محمد مصطفى سليمان، ٢٠٠٨، ص:٩٦)، وهنالك دليل بوجود علاقة عكسية بين استقلال لجنة المراجعة وإدارة الأرباح. ولايكفي استقلال عضو لجنة المراجعة لفعالية عملها، بل يُسَهِّل وجود شخص – على الأقل – مؤهَّل مالياً داخل اللجنة الإشراف الملائم لوظائف المراجعة، بدلاً من الاعتماد الكامل على تمثيل المراجع في سياسات الشركة (محمد مصطفى سليمان، ٢٠٠٨، ص:٩٧)؛ و Aiyesha Dey 2008, p:1151).

٦- لجنة التسمية وتحديث المجلس staggered boards

يحاجج البعض بأنه يمكن للجنة التسمية تحسين جودة التعيينات واستقلال المجلس إلى حدٍّ ما من خلال تقليل السيطرة التي يمارسها الـ CEO على التعيينات، بالتالي يصبُّ دورها في مصلحة حملة الأسهم. ويعطى المتغير CEO–Committee قيمة /٠/ أن كان الـ CEO عضواً في لجنة التسمية أو التعويضات، و/١/ بغير ذلك (Aiyesha Dey 2008, p:1151). و يمكن أن تدوم فترة العُضوية في المجلس /٣/ سنوات ويتم انتخاب فقط ثلث المجلس كل عام، ما يؤدي إلى استمرار عضوية بعض الأعضاء لدورتين، ما يمكن المساهمين المسيطرين من إطالة فترة سيطرتهم على الشركة أطول فترة ممكنة ريثما يجدون أعضاء بدلاء موالين للأعضاء السابقين الذين كانوا في صفهم؛ خاصة في صراعات التوكيلات ضمن المجلس[1].

---

[1] Klaus J. Hopt, op cit, SSRN-id356102, p:

وتعتبر استمرارية العضوية في المجالس staggred boards آلية دفاعية شائعة مُصَمَّمة لتأجيل زمن حصول المستثمِر المُغِير على سيطرة كاملة على المجلس بعد عملية الاستحواذ مباشرة. حيث على المُغِير الانتظار فترة تصل إلى (x/2y) سنة قبل حصوله على نسبة تزيد عن ٥٠% من المقاعِد عند تجديد المجلس بنسبة مُعَيَّنة y كل x سنة. وعند دمج هذه الآلية الدفاعية مع آلية دفاعية أخرى ضد الاستحواذ العدائي تحد من قدرة المستثمِر المُغِير في السيطرة من خلال التوكيلات في المجلس، مثل "الحبة المسمومة"، يحتاج المُغِير إلى رشوة المجلس المُتَحَصِّن بطريقة فعالة كي ينجه في السيطرة.

في القانون الهندي – كبلد ذي سوق ناشئة – يُسمح للأعضاء بالاستمرار في عضوية مجلس الإدارة لمدة تصل إلى /٥/ سنوات لكنه يتطلَّب كذلك، إمَّا (i) فترات عضوية سنوية (أي انتخاب سنوي للمجلس)، أو (ii) أن يخدم ثلثا أعضاء المجلس كعضوية بفترة متداخلة – بين مجلسين سابق ولاحق؛ أي يتم انتخاب ٣/١ من الأعضاء الجدد للمجلس في المرّة الواحدة– بحدّ أقصى يصل إلى /٣/ سنوات (N. Balasubramanian et al. 2010, p:6).

٧-لجنة الحوكمة:

الدور الأساس للجنة الحوكمة هو في تحديد والتوصية للمجلس بأسماء المرشحين الملائمين لأعضاء مجلس الإدارة لاجتماع الهيئة العامة؛ وتقديم النصيحة للمجلس من حيث تركيبته وإجراءاته، ولجانه؛ وبشأن وضع أدلة الحوكمة ومراقبة تنفيذها. في حال غياب هذه اللجنة قد يقوم المجلس بهذه المهمة ككل، أو قد لايقوم بها أحد.

٨- لجان المكافآت ومَنع إقراض أعضاء مجلس الإدارة

ينبغي تحريم إقراض أعضاء مجلس الإدارة. والشركات التي لديها حجم هام من التعاملات (الإقراض أو الاقتراض) مع أعضاء مجلس الإدارة، يمكن اعتبارها أنها لاتلتزم بالممارسات السليمة للحوكمة، وأنها في وضع مخالف، ما يشكل تعارضاً في المصالح، ينبغي حلُّه بأسرع وقت ممكن.

وعليه يمكن افتراض مايلي:

الفرضية ١حـ) يساهم وجود لجان مستقلة ومؤهَّلة منبثقة (خاصة لجنة المراجعة والحوكمة والتعويضات والتعيين) عن مجلس الإدارة في تحسين جودة الحوكمة وأداء الشركة.

٩- تعويضات الأعضاء و المدراء والقياس على أساس الأداء

اقترح العديد من الباحثين بأن التعويضات الحساسة تجاه أداء الشركة ستخفض من تكاليف الوكالة داخل الشركة. وحيث أن أعضاء مجالس الإدارات والمدراء يخدمون كوكلاء عن حملة الأسهم – خاصةً المشتتين منهم – فهم عرضة كذلك لمشكلة الوكالة (David T. Tan, P: 43).

الفرضية ١ط): إن مزيج التعويضات لدى الشركات محل الدراسة يعتمد بشكل أكبر على التحفيز بعيد الأمد والمدفوعات المتغيرة (غير الثابتة)، ما سينعكس إيجاباً على حوكمة الشركات وأدائها المالي.

١٠- الاتجار الداخلي insider trading or self dealing :

استحوذ تعامل أعضاء مجلس الإدارة مع شركاتهم و/أو الشركات التابعة والشقيقة على اهتمام مُشرِّعي الحوكمة. ويُعتبر هذا المجال مُرجَّحاً لظهور الفساد وسوء استعمال السلطة فيه بشكل كبير. وغاية أي تشريع جديد الحدّ من قدرة الأعضاء على الحصول على مزايا غير عادلة من مناصبهم. في هونغ كونغ مثلاً، تم اقتراح قواعد أكثر صرامة بشأن الإفصاح عن هذه التعاملات، والحاجة للحصول على تصويت المساهمين على عقود الخدمة مع الأعضاء التي تزيد عن ثلاث سنوات في الشركات أو في شركاتها الفرعية. ووجود قواعد تمنع هؤلاء الأعضاء من التصويت على الصفقات التي يكونون طرفاً في عقودها (Simon S. M. Ho 2003, p: 29).

النطاق الأوسع للتعامل (أو ما يسمى أحياناً بالتداول) الداخلي لأعضاء مجلس الإدارة يشمل الاتجار الداخلي لمجموعات المساهمين المُسيطِرين والإدارة (PIN).

تدور شكوك حول عدم كفاية الأطر القانونية بشأن الاتجار الداخلي في البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، انظر الجدول التالي على سبيل المثال:

Table 1: تواريخ تبني قوانين الإتجار الداخلي في أمريكا اللاتينية والدعاوي القضائية في ظلها:

البيـــــان	الأرجنتين	البرازيل	تشيلي	كولومبيا	المكسيك	البيرو	فنزويلاّ
تاريخ أول تبني لقوانين بشأن الإتِّجار الداخلي	١٩٩١	١٩٧٦	١٩٨١	١٩٩٠	١٩٧٥	١٩٩١	١٩٩٨
تاريخ أول دعوى قضائية في ظل هذه القوانين	١٩٩٥	١٩٧٨	١٩٩٦	لايوجد لنهاية ٢٠٠٥	لايوجد لنهاية ٢٠٠٥	١٩٩٤	لايوجد لنهاية ٢٠٠٥
عدد الدعاوي قبل عام ٢٠٠٥	١	٢	٤	١	٦	١	n.a.

المصدر: Juan J. Cruces and Enrique Kawamura 2005, p: 40.

يمكن تفسير قلة الدعاوِ المرفوعة بشأن الاتجار والتعامل الداخلي لأعضاء الإدارة ومجلس الإدارة والمساهمين المُسيطِرين، إمَّا بأن تصرفاتهم قانونية، أو بعدم وجود قانون يغطي هذه القضايا، أو ضعف الإلزام.

تشير دراسات السابقة في بعض بلدان أمريكا اللاتينية بانتشار واسع للاتجار الداخلي وعدم المعاقبة عليه. في ظل عدم معاقبة تجاه الاتجار الداخلي، قد تعمد المجموعات المُسيطِرة إلى مصادرة دورية للأقلية من حملة الأسهم بطريقة منخفضة التكلفة من خلال استخدام ميزة قدرتهم على الوصول إلى المعلومة للاتجار (PIN) على أساسها قبل الإفصاح عنها لباقي المستثمِرين. يُعتبَر إدراك احتمال تعَرُّض المستثمِرين الخارجيين للمُصَادَرَة، من خلال ضَعف الحوكمة والاتجار الداخلي الذي يرتكز على معلومات ليست متوفرة للخارجيين (PIN)، مُحَدِّدَاً حاسماً لتوزيع محفظة استثماراتهم وتكلفة رأس المال الناجمة بالنسبة لهذه الشركات التي تعاني من هذه الظاهرة وتسعى بنفس الوقت لزيادة رأس مالها (Juan J. Cruces and Enrique Kawamura 2005, p: 1).

يواجه الباحث لدى دراسة الأدبيات حول الاتجار الداخلي والحوكمة تحدياً، بأن هذه الأدبيات تفترض أن مجرد وجود قوانين أو بنود تُحرِّم الاتجار الداخلي يضمن الإلزام و الالتزام بها. ومن الهام في هذا السياق فهم الارتباط النظري بين الاتجار الداخلي الذي لاتتم المعاقبة عليه وحوكمة الشركات. يفيد استعراض نسخة نموذج Bhattacharya and Nicodano (2001) أنه في ظل ظروف مُعيَّنة، ستحافظ المجموعة المُسيطِرة على سمعتها بالإفصاح عن المعلومات. لكن في ضوء مجموعة مختلفة من العوامل، ستختار المجموعة المُسيطِرة عدم الإفصاح وستتاجر داخلياً على أساس المعلومات التي تملكها ولايملكها الآخرون. لحسن الحظ أن للعوامل التي تقود اختيار الاستراتيجية التي سيعتمدها الداخليون تفسيراً كقرائن لجودة حوكمة الشركات Juan J. Cruces and Enrique Kawamura 2005, p: 1).

لكن ما مدى انتشار الاتجار الداخلي في بلدان الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، وإلى أي مدى ترتبط عملياً بحوكمة الشركات؟ كثير من نظم تقييم حوكمة الشركات تتضمن قسماً حول الإفصاح العادل وفي الوقت المناسب عن المعلومات للسوق. لكن بعيداً عن تقييم المحللين وحكمهم حول ممارسات الشركات، ليس هنالك تقدير مستقل، وموضوعي، وكمِّي مرتكز على أسس نظرية لمدى وجود الاتجار الداخلي بشكل فعال. هذا ما حاوله Juan J. Cruces and Enrique

Kawamura 2005 باستخدام بيانات عالية الجودة ذات تكرار فائق تتألف من /٨٠/ مليون سجل لعمليات بيع وشراء الأسهم على مدى عام كامل[١]. تشير الدراسات السابقة لدى Kalpper and Love (2002) and La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer and Vishny (2002) بأن السوق يقوم بتسعير جودة حوكمة الشركات، لكن هل يعمد المستثمرون في السوق إلى تحميل علاوة على الاتجار الداخلي الذي يستطيع التملُّص من العقاب أكثر من مُحدِّدات الحوكمة السيئة الأُخرى؟

الفرضية الأساسية هنا هي:

فرضية ١م) يُحمِّل المستثمرون علاوة على أسعار أسهم الشركات التي لديها اتجار و/أو تعامل داخلي قادر على التملُّص من العقاب أكثر من باقي مُحدَّات الحوكمة السيِّئة الأخرى في البلدان ذات الاقتصادات الإنتقالية والأسواق الناشئة.

وَجَد Juan J. Cruces and Enrique Kawamura 2005 أن هنالك عدم تجانس جوهري في الاتجار الداخلي بالأسهم على أساس معلومات غير مُفصَح عنها (PIN)، ويحدث هذا التشتت داخل المجموعات بشكل رئيسي (مثل البلدان، والقطاعات الصناعية، ورُبَيعي حجم التبادل، وأنواع الأسهم، وتصنيفات أوراق الإيداع الخارجي ADR) وليس بينها. إضافة لذلك، هنالك بعض الآثار الواضحة: فالإتجار PIN يكون أعلى كلما انخفضت سيولة الأسهم، وأبدت البرازيل والمكسيك متوسطاً أخفض، في حين كان لدى كولومبيا وفنزويلّا قيمة وسطية أعلى للـ PIN من وسطي سعر الأسهم الأخرى. وظهر بشكل هام، أن أسهم الشركات ذات برامج الإيداع الخارجي ADR لها قيمة PIN أخفض من باقي الشركات، كما تميل البلدان ذات الحماية الأفضل للمستثمرين فيما يتعلق بحقهم في الحصول على المعلومات في الوقت المناسب لحصولها على قيم أخفض للـ PIN. يدرك السوق جزئياً عدم تجانس الـ PIN عبر الشركات مع مرور الوقت: فانخفاض مقداره /١/ في الانحراف المعياري للـ PIN يرفع قيمة Tobin`s *q* من /١/ إلى /٢/ نقطة مئوية، ما يعادل حوالي

[١] وهو ما لن يتم تطبيقه في هذا البحث لقيود الوقت وعدم توفُّر البيانات والأدوات الملائمة، إضافة لقلة العمليات في سوق دمشق للأوراق المالية مقارنة مع حجم البيانات المذكور أعلاه لتكوين فكرة موثوقة حول الاختبار الذي استخدمه Juan J. Cruces and Enrique Kawamura 2005.

/١٠/ بليون دولار لإقليم أمريكا اللاتينية ككل (Juan J. Cruces and Enrique Kawamura 2005, p: 3).

وفي سورية تنص قواعد الحوكمة والإفصاح السليمة للشركات المدرجة على ضرورة التزام مجلس الإدارة بممارسات إفصاح مُعَيَّنة منها (القرار ٣١/م في ٢٠٠٨/٦/٢٩، ص: ١٢؛ والقرار٣٩٤٣ لعام ٢٠٠٦، ص: ٧) :

- اتباع إجراءات وممارسات صارمة، لمنع استغلال معلومات غير مُفصَح عنها من قِبَل الأشخاص المُطَّلِعين.
- مراقبة التعاملات على الأوراق المالية للشركة وبشكل خاص التعاملات غير العادية أو التغييرات الجذرية في أسعار هذه الأوراق، والتي تتم قبل الإعلان عن أية تطورات هامة في الشركة، حيث يُفتَرَض إصدار بيان علني وواضح في هذا الشأن.
- عند اطلاع أعضاء مجلس الإدارة أو مديريها على تقديرات مُسبقة أو مُتَوَقَّعة حول النتائج المدقَّقة أو غير المدققة أو على أحداث جوهرية هامة لها تأثير ملحوظ على هذه النتائج، فإنه يتعين الإفصاح عن هذه التقديرات أو المعلومات بطريقة عادلة وفي الوقت المحدد.

يذكر (Juan J. Cruces and Enrique Kawamura 2005, p: 4) أن الخارجيين قد يُفضِّلون بعض الصفقات الداخلية بدلاً من عدمها، في حالة عدم الإفصاح نهائياً؛ فهي تعني ضمناً كشف جزئي عن المعلومات إلى السوق. بالمقابل الإفصاح الكامل هو أفضل من كِلتا الحالتين السابقتين. ويمكن النظر إلى نموذج Juan وزُوملاؤه كامتداد لنموذج Bhattacharya and Nicodano (2001) حيث يقوم الداخليون بالمفاضلة بين العائد قصير الأمد من الربح الناجم من الاتجار في ضوء عدم الإفصاح التي يمتلكونها للغير، وبين عائدٍ أفضل طويل الأمد ناجم عن الوصول إلى أسواق رأس المال نتيجة السمعة الجيدة المكتسبة من الإفصاح الكامل.

لم يُناقِش juan وزوملاؤه العلاقة بين موثوقية المعلومات المُفصَح عنها وحوكمة الشركات.

١١-التنوُّع والخصائص الديموغرافية للمجلس:

قلّة من الدراسات والأدلة التي تناولت هذه الخاصية لتركيبة المجلس. من المفاجِئ هذا الاهتمام الضعيف بالتنوع في أدلة الحوكمة عندما يُشَكِّل المجلس المتجانس (من منشأ واحد) تهديداً لاستقلاله. فمن المُرَجَّح أن يعمل المجلس المتجانس من فئة واحدة كمجموعة، وقد يعاني من

أعراض مشكلة "تفكير المجموعة" إن كان بشكل مُدْرَك أو غير مُدْرَك. قد يؤدِّي "تفكير المجموعة" إلى ثلاثة أخطار: التقدير الذاتي المُبَالَغ به، توليد رؤية ضيقة وضغط قوي ضمن المجموعة للوصول إلى توافق أو عدم الاعتراض. كل هذه الأخطار الثلاثة تهدد الاستقلال، ويُصبِح هنالك حاجة لرؤية نقدية للحفاظ على حوكمة وإدارة جيدة (Mijntje Luckerath-Roverrs 2009, p:3).

بالتالي الفرضية هنا أن مجلس الإدارة الأكثر تنوعاً يعزز استقلاله أكثر.

فرضية ١ن) ينعكس تنوع مجلس الإدارة إيجاباً على حوكمة الشركة وأدائها (القرينة هي نسبة الإناث في مجالس الإدارة).

١٢- العلاقة مع باقي الأطراف

ينبغي الإفصاح عن التعاملات مع الأطراف ذات العلاقة والحصول على موافقة المجلس قبل الدخول في تعاملات ذات أهمية مع هذه الأطراف، إن كان من حيث الشراء أم البيع. وعليه، يمكن بحسب أدلة الحوكمة لعضو مجلس الإدارة الدخول في بعض التعاقدات، ضمن قواعد التنافس النزيهة للعقود، لكن لايحق له التصويت أو الحضور عند التصويت بشأنها.

١٣-دور الإدارة التنفيذية في حوكمة الشركة

١٣-١ دور المدير التنفيذي الرئيسي CEO:

يمكن أن يلعب المدير التنفيذي الرئيسي دوراً هاماً في الشركة من حيث توليد القيمة لحملة الأسهم. ويمكن له أن يتبع ويدمج قواعد الحوكمة السليمة في الشركة لتحسين قيمتها. بالمقابل يستثمر حملة الأسهم بشكل أكبر في الشركات التي لديها ممارسات حوكمة أمثل كونها تولِّد قيمة أكبر لهم (Kashif Rashid, 2008, p: 22).

ولقرارات تعيين وإقالة المدير الرئيسي وتحديد تعويضاته الملائمة تأثير هام على قيمة الشركة. فقد ينهي مجلس الإدارة خدمات المدير الذي يكون أداؤه أقل من المطلوب ويفشل في توليد القيمة لحملة الأسهم. يترافق دوران الـ CEO سلبياً مع أداء الشركة خاصة في الأسواق المتقدمة؛ كون حملة الأسهم يفقدون الثقة بهذه الشركات ويتوقفون عن الاستثمار فيها.

إن من مسؤولية مجلس الإدارة تحديد راتب الـ CEO وإعطاؤه تعويضاً ملائماً مقابل جهوده. كما يمكن أن يرصف المجلس مصالح الـ CEO ومصالح الشركة من خلال ربط راتبه بأداء الشركة. سيحفز هذا العمل المدير لأداءٍ أفضل كون مصالحه المالية الشخصية ترتبط بأداء الشركة.

تعتبر مدَّة بقاء الـ CEO بمنصبه محدِّداً هاماً لأداء الشركة. عادة ما يتم التعاقد مع الـ CEO بعقود قصيرة الأجل تُركِّز على أداء الشركة خلال فترة تعيينهم قصيرة الأجل هذه؛ بحيث تدفع الـCEO بالتركيز على أهداف الأداء قصيرة ومتوسطة الأمد. تَحُدُّ هذه النزعة من فائدة سعر السهم كقرين لأداء الشركة. إلاّ أنه يمكن لإدارة شركة ما تجاوز هذه المشكلة بربط بعض حوافز الـ CEO بأداء الشركة بعيد الأمد (Kashif Rashid, 2008, p: 22).

تشير دراسة (Weisbach (1988 إلى وجود علاقة أقوى بين الأداء السابق واحتمال إقالة الـ CEO في الشركات ذات مجالس الإدارة التي يسيطر عليها الخارجيون (النموذج الأنجلوساكسوني في الحوكمة)، من تلك التي يسيطر الداخليون على مجالسها كما في البلدان ذات الأسواق الناشئة والاقتصاديات الانتقالية (Turki Bugshan 2005, p: 35).

لذلك تتم عادة دراسة معدل دوران الـ CEO لاختبار فعالية آلية مجلس الإدارة والسيطرة في الشركة نحو حوكمة أفضل.

٢-١٣ دور ازدواجية منصب الـ CEO ورئيس مجلس الإدارة COB:

تلعب هذه الازدواجية، كباقي أدوات الحوكمة دوراً هاماً في التأثير على قيمة الشركة. بحيث يمكن في بعض الحالات أن يحسن استلام شخص واحد لكِلا المنصبين قيمة الشركة بتخفيض تكلفة الوكالة. في حالات أخرى، قد تقود الازدواجية إلى أداء أسوأ بسبب عدم قدرة المجلس على إقالة الـCEOs ضعيفي الأداء وتؤدي إلى مزيد من تكاليف الوكالة إذا سعى الـCEO إلى تحقيق مصالحه الشخصية على حساب مصلحة حملة الأسهم أو إلى التحصُّن (Kashif Rashid, 2008, p: 23; Aiyesha Dey 2008, p:1151).

ويقلّ دور مجلس الإدارة في مراقبة سلوك الوكيل حيث يكون منصب المدير التنفيذي الرئيسي ورئيس مجلس الإدارة مندمجاً في شخص واحد. فإذا استطاع هذا الشخص التأثير على اختيار أعضاء المجلس بشكل كبير، يجوز التساؤل حول مدى توفر الاستقلال لدى المجلس، وكيف يمكن لأعضاء تأدية دورهم الرقابي؟ (Oliver Marnet, p: 623)

تشير بعض التقارير[1] إلى أن الحكمة من هذا الفصل هو إيجاد توازن بين أعضاء المجلس بحيث لايتمكَّن شخص واحد من تحقيق سيطرة مُطلقة أو غير مُقَيَّدة على عملية اتخاذ القرار. ثم، ينبغي أن يكون هنالك فصل وتحديد واضح للمسؤوليات في أعلى هرَم الشركة للتأكيد على توازن القوى المذكور وحدود السلطة. وتؤكد هذه التقارير[2] بأنه في حالة عدم وجود مثل هذا الفصل في المنصبين، ينبغي أن يمثِّل العضو المفوض في المجلس باقي الأعضاء المستقلين. كما أن الأهمية من هذا الفصل تتأتى من الوظائف المتباينة إلى حدٍّ كبير التي ينبغي أن يقوم بها كلّ من هذين الشخصين (Jill Solomon, p: 79).

يلعب رئيس المجلس دوراً حيوياً في التأكيد على عدم المبالغة في فعالية مجلس الإدارة، وفي مساعدة المجلس في تحقيق أهدافه، وهو مسؤول عن قيادة المجلس، ويضع جدول أعمال المجلس. وتُعتبَر نوعية الشخصية القيادية لدى رئيس مجلس الإدارة عاملاً هاماً في فعالية المجلس. يشبه في ذلك دور قائد الأوركسترا، فمع أهمية مهارة العازفين، إلاَّ أن القائد هو من يقودهم ويجمع أدائهم بشكل تناغمي، يضبط سرعتهم، ويسلط الضوء على مهاراتهم الشخصية بنفس الوقت الذي يقدم نجاح أداء الأوركسترا ككل كفريق عمل واحد. وتتزايد الأبحاث والأدبيات حول دور الازدواجية والفصل بين المنصبين في فعالية الحوكمة (Jill Solomon, p: 80).

وفقاً للأبحاث الأكاديمية، فإن الفصل بين منصبَي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيسي هو مشروع حوكمي يهدف إلى التقليل من مشاكل الوكالة ويؤدي إلى تحسين أداء الشركة بإعطاء مزيد من الاستقلال في اتخاذ القرار. وكما هو معروف يمكن تخفيض مشاكل الوكالة عبر آليات تساعد في تحسين الدور الرقابي لمجلس الإدارة لرصف مصالح الإدارة وحملة الأسهم. وبينما تشير أبحاث إلى أن فصل هذين الدَّورَين قاد إلى تحسين جوهري في الأداء المالي، تقترح دراسات أخرى إلى ضرورة التريث لأن النتائج التطبيقية غير مُقنِعة لتأصيل هذا البند في أدلة وقواعد الحوكمة (Jill Solomon, p: 80).

ركَّزت إحدى المجالات الأكاديمية الأخرى على العلاقة بين معدل دوران الإدارة العليا، والأداء المالي للشركة، وإدخال مشاريع قواعد معينة لحوكمة شركات (كفصل الأدوار لهذين المنصبَين).

---

[1] تقرير كادبوري.
[2] تقرير Higgs Report 2003.

واستخدم معدل دوران الإدارة العليا كقرينة لجودة حوكمة الشركات، على اعتبار أنه من المرجَّح أن تُبعِد الشركة ذات الحوكمة الجيدة الأعضاء غير الفعالين قبل أن يقوموا بأية تصرفات مؤذية للشركة. ويُتَوَقَّع أن تُبدي الشركة التي تمتلك آليات حوكمة جيدة مثل منع الازدواجية، أو التي لديها توازن أمثل بين الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين رقابة أكثرفعالية على الإدارة (Jill Solomon, p: 80).

على كل حال، قد لايؤدي معدل الدوران المرتفع هذا إلى استبدال المدراء ذوي الأداء السيئ بالضرورة بأحسن منهم دائماً، وقد تكون هنالك دوافع خفية غير مرغوبة لمثل ذلك الاستبدال. لكن إذا تم استبدال المدراء ذوي الأداء السيئ بأحسن منهم، عندها يمكن القول أن معدل الدوران المرتفع هذا لاستبدال الإدارة هو آلية أفضل لحوكمة الشركة وأن أعضاء مجلس أكثر فعالية سيقدمون أداء مالياً متفوقاً.

من الناحية التطبيقية، تشير الدراسات إلى أن كثيراً من الشركات في الولايات المتحدة تعاني من ازدواجية في منصبَي الـ CEO ورئيس مجلس الإدارة، إلاّ أن هنالك تطوراً تدريجياً ملحوظاً بعد قانون ساربانز أوكسلي ٢٠٠٢ في هذا المجال مع تشكل شبه إجماع معارض لهذه الممارسة (Jill Solomon, p: 81)[١].

الفرضية المُستخلصة هنا هي:

الفرضية ١د) يؤثر وجود ازدواجية في منصب رئيس المجلس والمدير التنفيذي الرئيسي سلباً على حوكمة الشركة، بالتالي على أدائها وقيمتها.

٣-١٣ دور المدير:

يمكن أن يخفض المدراء من تكلفة الوكالة في شركتهم من خلال تخفيف مشكلة تناقض المعلومات، الأمر الذي ينتج في تحسين قيمة الشركة. يخلق المدراء في الأسواق المتقدمة تكاليف وكالة من خلال تقليل أو المُبالغة في استثمار الأموال الفائضة. إذ لا يستفيد حملة الأسهم في هذه الحالة كونهم يدفعون تكاليف متبقية، وفوائد، وتكاليف رقابة أكبر في هذه الشركات.

---

[١] تتقدم بريطانيا على USA في هذا المجال.

غالباً ما يلعب المدراء في الأسواق المالية الناشئة دوراً سلبياً فيما يتعلق بتوليد القيمة للمستثمرين عموماً. حيث يتم التغلب على حقوق مساهمي الأقلية، ولايمكن للشركات في مثل هذه الأسواق إنتاج قيمة حقيقية لحملة الأسهم كون تصرفات المدراء تصب في مصلحة مساهمي الأكثرية في أغلب الأحوال.

ولا تستخدم الإدارة وحملة الأسهم أدوات الاستحواذ العدائي وحوافز الرقابة على أداء المدراء في الأسواق الناشئة أو في طور النشوء. ففي حالة وجود احتمال للاستحواذ العدائي يُجبَر المدراء على تحسين أدائهم كي يحتفظوا بوظائفهم. وبشكل مشابه، يمكن للمكافَآت والعلاوات تحفيز المدراء لتوليد قيمة لحملة الأسهم (Kashif Rashid, 2008, p: 24).

ولتملك الإدارة لأسهم في شركاتهم أثر كبير على تحسين قيمة هذه الشركات، ستُناقَش في دور حملة الأسهم.

المبحث الثاني[١]: دور حملة الأسهم في حوكمة الشركة

تاريخياً، لم يكن لحملة الأسهم سيطرة رسمية للمشاركة بشكل فعال في عملية اتخاذ القرار في الشركة، كدور تاريخي لهم. وفي دراسة (Chatrudee Jongsureyapart 2006, p: 123) لم تشكّل مساهمة حملة الأسهم إلاَّ في ٤% من قرارات عمليات الشركة، و ٣٦% للمدير التنفيذي الرئيسي، و ٦٠% لمجلس الإدارة في تايلاند.

تلعب أصوات حملة الأسهم دوراً هاماً في حوكمة الشركة وتحسين قيمتها، وهنالك علاقة إيجابية بين قيمة الشركة وحقوق حملة الأسهم. حيث يخصص لكل مساهم صوت ليلعب دوراً في تشغيل الشركة ويمكنهم استخدام أصواتهم في تعيين وإقالة أعضاء مجالس الإدارة، واتخاذ قرارات بشأن تعويضات موظفي الشركة، إضافة للمشاركة في القرارات المالية الهامة (Kashif Rashid, 2008, p: 19).

يتمتع حملة الأسهم بحق تمثيل أنفسهم في مجلس الإدارة. كما يسمح لهم بالحصول على معلومات مالية من المهنيين، كالمحللين، ومجلس الإدارة وموظفي الشركة. يمكن أن يخفض الدخول السهل لحملة الأسهم إلى المعلومات العامة والخاصة تضارب المعلومات بينهم وبين الإدارة ويؤدي إلى تحسين قيمة الشركة (Kashif Rashid, 2008, p: 20).

لسوء الحظ، قد يكون لمساهمي الأغلبية دور سلبي بالنسبة لقيمة الشركة في الأسواق الناشئة، كونهم لا يسمحون لمساهمي الأقلية بالمشاركة في شؤون شركاتهم. ومع ضعف الحماية القانونية وعدم كفاءة الأسواق، ليس هنالك مزايا هامة لمساهمي الأقلية في الأسواق الناشئة مقارنة بنظرائهم في الأسواق المتقدمة (Kashif Rashid, 2008, p: 20).

لاحظ La Porta, Lopez de-Silanes and Shleifer (1999) بأن السيطرة على الشركة تتعزز في معظم دول شرق آسيا من خلال هياكل الملكية الهرمية والملكية المتداخلة بين الشركات التي تسيطر عليها العائلات. ومن المرجح أن تصبح مجموعات الأعمال المرتكزة على الملكية العائلية أكثر معارضة لتطبيق هياكل وعمليات حوكمة معينة للشركات من الشركات التي لديها حجم معين من حملة أسهم الأجانب. أشار Bertrand et al. (2004) إلى أن الشركات التي

[١] يغطي هذا المبحث في نواحٍ منه المبدأ الثاني والثالث من مبادئ الحوكمة الصادرة عن الـ OECD لعام ٢٠٠٤.

تديرها عائلات أكبر تميل لإبداء أداء أقل وأضعف مالياً. وبيَّنوا بأن أفراد العائلة قد يصبحون مهتمين ليس فقط بانتهاك حقوقهم من قِبل الخارجيين، بل من باقي أفراد العائلة المتنفِّذين الأكثر قوة. وتظهر نتائج بحث (Chatrudee Jongsureyapart 2006, p: 122) بأن معظم أعضاء العائلة يتشاركون نفس التوقعات والرؤية والأهداف مع الإدارة العليا بشكل كبير حول الشركة.

١ – هيكل الملكية:

١-١ المُلكية الداخلية:

تشير بعض الدراسات إلى أن درجة الملكية الداخلية تخفف من مشكلة الوكالة. بالمقابل يحاجج باحثون آخرون بأن المستويات المرتفعة من الملكية الداخلية يمكن أن تقود إلى التحصُّن، مؤدية في النهاية إلى تخفيض أداء الشركات. بالرغم من ذلك، تعتبر الملكية الداخلية للشركة آلية من آليات حوكمة الشركات، وقد تدعم نتائج التحليل في هذا البحث أيّاً من وجهتي النظر تلك. وتقاس عادة بنسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيون في أسهم الشركة، أو ضمن حصص الملكيات العشرين الأكبر لأسهم الشركة (David T. Tan, p:43).

وفي نفس السياق يشير Hartzell وزملاؤه في دراستهم إلى الجدل الدائر حول العلاقة بين ملكية الإدارة وقيمة الشركة مُقَاسةً بمقياس Tobin`s Q. ووجد Marck, Shleifer, and Vishny (1988) علاقة غير رتيبة بين الملكية الإدارية والقيمة السوقية للشركة مُستخدمين Tobin`s Q كقرينة، ما دفعهم للقول بأن ماتوصَّلوا إليه هو بسبب تفاضل عاملين هما: رصف الحوافز وتحصُّن الإدارة (أو الابتعاد عن سلوك تعظيم القيمة). يبقى التذكير بعامل النمو الداخلي في هذه العلاقة (Jay C. Hartzell, Jarl G. Kallberg, and Crocker H. Liu, 2004, p: 1).

تشير عدة دراسات أخرى حول أسواق ناشئة (مثل الهند وكوريا) إلى وجود دليل بأن مستوى الملكية الداخلي يمكن أن يؤثِّر على الحوكمة والأداء. ويمكن أن يؤثِّر مستوى تركُّز الملكية الداخلية على ردود فعل الشركات حول إصلاحات الحوكمة الجديدة. إلاَّ أن إشارة ردة الفعل هذه غير واضحة. فمن جهة أُولى، قد تكون الشركات ذات مستوى الملكية الداخلية المرتفع بحاجة لمزيد من المراقبة الخارجية. من جهة أخرى، قد يكون تأثُّر الشركات ذات الملكية الداخلية المرتفعة ببعض

الإصـلاحات أقـل؛ مثـل وجـود حدّ أدنـى مـن الأعضـاء المسـتقلين فـي مجلـس الإدارة، لأن تحديـد استراتيجية أعمـال الشـركة سـيبقى بيـد المسـاهم المسـيطِر (Bernard S. Black and Vikramaditya S. Khanna, 2007, p: 18).

مـن جهـةٍ أخـرى وَثَّـق بعـض البـاحثين أن تعزيـز ملكيـة أعضـاء مجلـس الإدارة الخـارجيين بملكيـة جوهرية (حصَّة ملحوظة) سيجعلهم يتصرفون بسرعة لتغيير المدير التنفيذي الرئيسي CEO. ويتفق هذا الدليل مـع الدليل الذي توصَّل إليه Bhagat and Black 2001 بأن الأعضـاء المستقلّين يصبحـون أكثر فعالية إذا ما تم تحفيزهم بملكية حصَّة هامة من الأسـهم (Aiyesha Dey 2008, p:1152).

١-٢ المُلكية الخارجية:

تشير بعض الدراسات إلـى أن وجـود ملكيـة خارجيـة (خاصـة الأجنبيـة) فـي شركات السـوق الناشـئة يترافق مع تبني ممارسات الحوكمة الجيدة (Attiya Y. Javed and Robina Iqbal, 2007, p: 11).

٢- فصل الملكية عن الرقابة والمنافع الخاصة من الرقابة

نادراً ما تكون الملكية والرقابة (السيطرة) منفصلتان بشكل كامل. كانت المشكلة التقليدية للوكالـة هـي بـين حملـة الأسـهم وإدارة الشـركة (انفصـال الملكيـة عـن الإدارة)، بشـأن كيفيـة مراقبـة المـالكين لتصـرفات وقـرارات الإدارة. ومـع تطـور الشـركات باتـت المشـكلة أكثـر توسـعاً لتشـمل العلاقـة بـين الأقليـة مـن حملـة الأسـهم والمسيطرين منـهم، لقدرة المسـاهمين المسيطرين علـى تجريد الأقليـة مـن حقوقهم وملكيتهم.

طبَّق Jensen & Meckling 1976 نظريـة الوكالـة علـى مفهوم الشركة الحديثـة، وقاما بنمذجـة تكاليف الوكالة بالنسبة للمالكين الخارجيين. وخلال قيامهما بذلك صـاغا رسمياً فكرة تعود إلـى عهـد آدم سميث ١٧٧٦: *"وهي أنه عندما لاتتوافق الملكية والرقابة على الشركات، فهنالك احتمال ظهور تضارب في المصالح بين المُلاَّك والمراقبين المسيطِرين"*.

٣- مشكلة تضارب المعلومات بين حملة الأسهم والإدارة

يشير (Michel Menjucq 2005, p:1011) بأنه ينبغي أ) تزويد حملة الأسهم بمعلومات حول آلية عمل مجلس الإدارة سنوياً، ب) وإعطاء المساهمين معلومات أكثر تماسكاً وتفصيلاً.

فمن ناحية أولى أ) ينبغي تزويد حملة الأسهم سنوياً بمعلومات حول عمل المجلس ولجانه، والرقابة الداخلية في الشركة[١]، إن كان في التقرير المالي السنوي أو في تقرير منفصل. كما ينبغي إعلام حملة الأسهم عن تواريخ اجتماعات المجلس، وقائمة بالحضور في اجتماعاته وبالمستندات والوثائق التي تم تسليمها إلى المجلس. والنص حول تقديم هذه المعلومات ضمن قواعد الحوكمة أو القانون هام لحملة الأقلية من الأسهم لتعزيز من مكانية وصولهم إلى المعلومات، خاصة عند حدوث تحصُّن من قِبَل الإدارة أو عند وجود ضعف أو رفض قضائي في حال غياب النَّص.

وتنص بعض الأدلة والإرشادات و/أو القوانين حول الالتزام أو التفسير في حال المخالفة. وعلى الشركات المدرجة في أسواق خارجية الإفصاح عن نفس المعلومات التي تقدمها إلى الأسواق الخارجية باللغة الأم للمستثمر المحلِّي.

٤- حقوق حملة الأسهم

تنص كثير من القواعد والأدلة حول العالم بتقديم الإدارة حول معلومات ممارساتها بشأن حقوق التصويت للمستثمرين، وأن على مجلس الإدارة إعلام حملة الأسهم قبل وقت ملائم بجدول أعمال الهيئات العامة والقوائم المالية وبمقترحات المساهمين الذين يملكون ٥% على الأقل من رأس مال الأسهم. وحق الادعاء أمام المحاكم بكيفية تنظيم والاعداد للهيئات العامة، بقصد تحسين قدرة أصحاب الأقلية من تحقيق مبدأ "الفحص والتوازنات"(Michel Menjucq 2005, p:1013).

٥- توزع الحصص بين حملة الأسهم (Institutionists and Blockholders)[٢]

تشير الدراسات أن المساهمين المؤسساتيين لديهم القدرة، وهم يؤثرون فعلاً، بالأسواق المالية كمشترين وبائعين وحملة أسهم. يمتلك المساهمون المؤسساتيون مايفوق الـ /٢٠/ تريليون دولار موزعة في الأسواق المالية العالمية بحسب إحصاءات صندوق النقد الدولي ٢٠٠٥. كما أنهم يؤثرون على القرارات المُتَّخَذة وفي هياكل حوكمة الشركات. تشير بعض الاستبيانات إلى أن هؤلاء

---

[١] وهذا يتفق مع تقرير Bouton 2002 في فرنسا، وقانون ساربانز أوكسلي ٢٠٠٢ في الـ USA.

[2] Institutional Investors and Corporate Governance in India, SSRN-id353820.

المساهمين يَعتبِرون حوكمة الشركات أمراً هاماً في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وأنهم مستعدِّين ليكونوا مساهمين نشِطِين Activists. لكن فحصاً موسعاً من قِبَل (Joseph A. McCahery et al. 2010, p: 2) لمَحافظ استثمارات هذا النوع من حملة الأسهم، أَظهَر أنهم يمارسون تفضيلات خاصة لصالحهم غير مُفصَح عنها.

تترافق الشركة التي لديها أصحاب حصص كبيرة نسبياً block holding firm برقابة أفضل وتكون أكثر اعتياداً على ممارسات الحوكمة الجيدة (Attiya Y. Javed and Robina Iqbal, 2007, p: 11).

وهنالك دليل مُتزايد بأن المساهمين المؤسساتيين لديهم ميل أقل للاستثمار في شركات ذات هياكل حوكمة ضعيفة، لكن تخمين تفضيلات هؤلاء المساهمين في الدراسات السابقة ارتكز على دليل غير مباشر.

وعلى الرغم من أن بعض أنواع المساهمين المؤسساتيين (مثل صناديق التقاعد، صناديق الاتحادات، وصناديق التحوط) يرغبون بالإفصاح عن سلوكهم للعموم (رفع دعاوى أو الانتقاد العلني من خلال الإعلام كحالة متطرفة)، إلا أن كثير من نشاط المساهمين المؤسساتيين يبقى خلف الكواليس، ما يُصعِّب من عملية مراقبته وقياسه (Joseph A. McCahery et al. 2010, p: 23).

هنالك ثلاثة خيارات أمام حملة الأسهم المؤسساتيين وأصحاب الحصص لممارسة دورهم بشكل نشِط. أ) الانسحاب؛ من خلال بيع أسهمهم، أو ما يُسمَّى "بالتصويت بأقدامهم"، ب) رفع الصوت؛ من خلال عدم بيع أسهمهم، لكن باتخاذ إجراءات عقابية تجاه الشركة، جـ) الولاء؛ من خلال المحافظة على أسهمهم وعد القيام بأي تصرُّف (Joseph A. McCahery et al. 2010, p: 22).

بالخلاصة، يمكن استنتاج الفرضيات التالية بشأن دور حملة الأسهم:

فرضية ٢) تتصف الملكية في الشركات المدرجة بأنها ملكية مُرَكَّزة بشكل كبير، ما ينعكس سلباً على حوكمة وأداء الشركات؛ وفرضياتها الفرعية كما وردت في فقرت فرضيات البحث ضمن المقدمة.

وهذه الفرضية تقع ضمن مؤشر هيكل الملكية الفرعي، ويتفرع عدّة فرضيات كما هي واردة ضمن فرضيات البحث.

المبحث الثالث: دور وظيفة المراجعة في حوكمة الشركات[١]

١- دور المراجع الخارجي في حوكمة جيدة للشركة

يعتبر دور المراجع الخارجي هاماً في تطبيق مبادئ الحوكمة وتحسين قيمة الشركة. تقترح مبادئ الحوكمة بأن يعمل المراجعون بشكل مستقل وأن يؤدّوا واجباتهم بعناية مهنية كافية. وفي حالة أي تلاعب مالي، فيُنظر إلى المراجعين على أنهم مسؤولون عن تصرفاتهم بشأن توفر معلومات شفافة تخفض من تضارب المعلومات وتُحَسِّن من قيمة الشركة (Kashif Rashid, 2008, p: 20).

وبرأي البعض أن من الصعب تخفيف مشاكل الوكالة بين المالكين المسيطِرِين والأقلية من حملة الأسهم عبر آليات الحوكمة التقليدية كمجلس الإدارة والاستحواذات في الاقتصاديات الانتقالية والأسواق الناشئة، ما يُبرز دور المراجع الخارجي المستقل في آلية المراقبة للتخفيف من تضارب المصالح ومشاكل الوكالة (Fan, Joseph P. H. and Wong, T. J, 2005, p: 35).

على كل حال، قد لايؤدي المراجعون الدور المطلوب منهم بتحسين قيمة الشركة في الأسواق الناشئة، أو المتقدمة. فتحدث حالات من تلاعبهم بالتقارير المالية للشركات وخدمة مصالح مساهمي الأغلبية على حساب الأقلية. كما يساهم الضعف في قوانين الشركات والالتزام بها واختلاف معايير المحاسبة سلباً على أداء المراجعين ويولِّد عدم اسقرار مالي في الأسواق الناشئة والنامية (Kashif Rashid, 2008, p: 20).

ويرى (Oliver Marnet, OpCit, p: 616) أن المراجعات الخارجية تعمل على تقويم إجراءات الشركة المحاسبية وتقدم رأياً حول صحة وعدالة حالة وضع الشركة المالي (في بريطانيا) أو الالتزام بقواعد ومعايير محددة، كمبادئ المحاسبة المقبولة عموماً GAAP للولايات المتحدة. المحتوى الحاسم في قيمة أية مراجعة خارجية، وفي قبول الأحكام المتخذه من قبلها، هو استقلال وحيادية المراجع. ويبقى الافتراض الأساسي في كثير من التشريعات والمناقشات العامة حول المراجعة، بأنه يمكن لعملية المراجعة أن تكون متجردة وغير متحيزة، أو أن المراجع يمكنه بنجاح مواجهة أي تحيز يعترضه عند تقويمه لدفاتر عميله.

---

[١] يغطي هذا البعد بعضاً من نواحي المبدأ الخامس (الإفصاح والشفافية – فيما يتعلق بالمراجعة الخارجية) من مبادئ الـ OECD لعام ٢٠٠٤.

إلا أن بعض حالات الفشل في عملية المراجعة (Enron, WorldCom, etc.) قد شوَّهت هذه الصورة مؤخراً، وأبرزت هواجس حول افتراض نزاهة المراجع وغياب عدم التحيز، وأن افتراض النزاهة هو تفاؤل مُبَالغ بـه (Michel Menjucq 2005, p:1013). فالحوافز المالية يمكن أن تكون مصدراً جوهرياً جدِّياً للتحيز. وقد لايكون محض صدفة، ماشهدته تسعينيات القرن الماضي من ازدياد القوانين حول خدمات غير المراجعة التي تقوم بها شركات المحاسبة، والزيادة في عدد وحجم إعادة التقرير عن الأرباح (اللجنة الأمريكية حول فعالية المراجعة ٢٠٠٢). على الرغم من ذلك، من الصعب على المراجع أن يبقى نزيهاً حتى في غياب الحوافز المالية لذلك، على اعتبار أن التحيُّز يقحم نفسه عنوةً للتو بنتيجة علاقة العمل القريبة مع العميل (Oliver Marnet, OpCit, p: 616).

قدم Robert Prentice 2000 مناقشة من أهم المناقشات الشاملة حول الضغوط التحفيزية والتحيزات التي يتعرض لها المراجع. وقد ناقش فرضية كون المحاسب أو شركة المحاسة تتصرف عقلانياً باتجاه تعظيم القيمة حسب النموذج الاقتصادي التقليدي، أو أن يكون من مصلحته/ها التصرف دائماً بعقلانية بشكل صارم. وكانت حُجَّته الأساسية أن المراجعين عرضة للعديد من التحيزات والقيود الإدراكية والتأثُّرية المتعلقة بالطبيعة البشرية، كأن يكونوا عرضة لنفس حوافز خدمة المصلحة الشخصية والقصور الإدراكي shortcoming. ألغى Prentice الحجة بأن الخسارة المحتملة أو الفعلية للسمعة هي رادع كافٍ تجاه المراجعة الاحتيالية أو المهملة بشكل دائم (Oliver Marnet, OpCit, p: 624).

تزوِّد اعتبارات السمعة المدراء ووكلاء الرقابة بحافز لعدم الانحراف جوهرياً عن توقعات أدائهم، من الناحية المثالية. المشكلة حول السمعة بأنها تتدافع على نحو يتعذَّر اجتنابه باتجاه مشكلة إعادة الحساب بشكل عكسي، في حين أن العائد المحتمل من التعامل الذاتي أو الإهمال يعمل على تقليل المنافع المستقبلية من كون المرء نزيهاً بالنهاية. يمكن أن يتضمَّن هذا حالات المرحلة النهائية (أو مايسمى نهاية اللعبة، حيث يكون الشخص في نهاية مهنته أو عمله أو واجبه أو تواجه الشركة إغلاقاً وشيكاً)، وسيناريوهات حيث تصيب خسارة السمعة الشركة بشكل رئيسي وليس المدير (وهذا مايسمَّى مشكلة الوكيل – صاحب العمل الداخلي)، والحالات التي يتفَوَّق العائد بالنسبة للشخص

من الأنشطة غير المُتَعاقَد عليها على أية خسائر مستقبلية (الحجة المنطقية للخداع)، وتفسيرات خاطئة للخطر الناجم عن مثل هكذا أنشطة أو عن عقوباتها المتوقعة (فقد لايكون الشخص مُدرِكاً لحجم الأخطار أو قد يَنظُر إليها على أنها بحدِّها الأدنى) (Oliver Marnet, OpCit, p: 625).

وإن تم التمسُّك بشكل واسع بفرضية أن آثار السمعة تُقَيِّد سلوك حراس البوابات، يمكن لأحدهم أن يفترض كذلك بأن المدراء لن يقوموا بتعامل ذاتي أو أن يتصرفوا بشكل احتيالي، عندها لاحاجة لعمل حراس البوابات ولا لسمعتهم. إضافة لذلك، أدى حجم العقوبات المُنَفَّذة بعد بعض الكوارث التي أحلّت بالشركات إلى عدم وضوح حول ما إذا كان هنالك خسارة جوهرية للسمعة، أو السلامة المالية، أو الحرية الشخصية عملياً، بكلمات أخرى، ما إذا كانت العقوبات المُنفّذة كافية كرادع، حتى إن كان الوكيل يدرك جيداً احتمال العقوبات (Oliver Marnet, OpCit, p: 625).

بالتأكيد ساهمت الدعاوي المتكررة على المراجعات الفاشلة في التساؤل حول قدرة شركات المراجعة هذه على التعلم من أخطائها وتحديث سلوكها بناءً على ذلك. تشكل الغرامات بـ ٣٠٠$ مليون التي فُرِضت من قبل المدعي العام لمقاطعة مانهاتن Robert Morgenthau ولجنة تداول الأوراق المالية في الولايات المتحدة على بنك Citigroup وعلى J. P. Morgan بسبب بعض الصفقات المتعلقة بإنرون أقل من أرباح أسبوع واحد لدى هذين البنكين وقد يتعامل معها البعض على أنها فقط تكلفة من تكاليف القيام بالأعمال (Oliver Marnet, OpCit, p: 629).

وحتى التسوية بـ ١.٤$ بليون التي فُرِضَت في نيسان عام ٢٠٠٣ على كُلٍّ من Salomon Smith Barney and Credit Suisse First Boston وعلى عددٍ من البنوك الاستثمارية الأخرى بسبب العلاقات وثيقة الصِّلة بين المحلِّلين والشركات والمعاملة التفضيلية لبعض المستثمرين عند الطرح للاكتتابات الأولية، كلها يمكن اعتبارها بصعوبة كرادع هام، عند أخذ أرباح هذه الشركات في عام ٢٠٠٣ بعين الاعتبار. فقد تم تغريم J. P. Morgan بـ ٨٠$ مليون وهي غرامة قليلة الأهمية مقارنة بأرباحه عن الربع الرابع بـ ١.٨٦$ بليون من ذلك العام. ويمكن لبنك ميريل لينش تعويض الغرامة التي فرضت عليه بـ ٢٠٠$ مليون بالدخل الصافي المقرر عنه للربع الرابع بـ ١.٢$ بليون (Oliver Marnet, OpCit, p: 629).

كذلك من الهام كيفية تعريف وتفسير السمعة. وقد يهتم المراجع بالحفاظ على سمعة مُعيَّنة. لكن ما هي الصفة التي سيهتم المراجع بها كسمعة؟ أن يكون نزيهاً؟ الالتزام بالقوانين؟ أم أن يكون متعاوناً مع العميل؟ أم يساعد في تحقيق أرباح للعميل، أو استدامتها؟ فشركة المراجعة التي تمتلك سمعة بأنها شديدة الالتزام بالقوانين، إلى درجة التقرير عن العميل إلى السُّلُطات عند أقل خرق قانوني، قد لاتجد تعاطفاً أو انسجاماً كافياً في السوق. كذلك، شركة المراجعة أو المحاسبة التي تتمتع بسمعة بأنها نزيهة لكنها لا تحقق أو لا تساهم في تحقيق أية عوائد للعميل (أو ليس بمقدار شركة أقل هواجس حول النزاهة) فقد تواجه صعوبة بإيجاد عمل أو زبائن (Oliver Marnet, OpCit, p: 625).

أكثر من ذلك، وربما أكثر جوهرية، هنالك عنصر تسوية آخر حول قيمة شهادة شركة مراجعة: ألا وهو ضعف آليات الحوكمة الداخلية لديها في الرقابة على سلوك الشركاء في الشركة، بالتحديد، مشكلة الوكالة داخلياً.

كما ينبغي ملاحظة استقلال شركة المراجعة ككل، من الهام الانتباه إلى استقلال شركاء أو كلاء شركة المراجعة. ففي حالة علاقة شركة أرثر أندرسن/إنرون مثلاً، كان شريك المراجعة من فرع هيوستن الذي كان يتعامل مع العميل. كانت تعويضات هذا الشريك مرتبطة جوهرياً مع فوترة شركة المراجعة لإنرون عن كِلا خدمات المراجعة والاستشارة. كان التباين حصة الشريك في سمعة شركة المراجعة والقيمة بالنسبة له عن استمرار العلاقة مع العميل وَلَّد مشكلة مخاطرة أخلاقية جِدِّية (Oliver Marnet, OpCit, p: 625).

ثم تفاقمت المشكلة بالتفاعل بين عدم وضوح الرؤية حول العقوبات بالترافق مع حِزم خدمات المراجعة والاستشارات، والتي أعطت قوة معادِلة بشكل خاص في العلاقة مع العميل على مستوى الشريك، نتيجة الأثر المباشر على تعويضات الشريك المرتبطة بهذه العلاقة. إن إنهاء العلاقة مع شركة المراجعة والمحاسبة هو عقوبة شديدة الوضوح (حيث ينبغي الإفصاح عنها في الإدراجات والسوق المالية) قد تسبب ضرراً أكبر للشركة المصدرة للعقوبة أكثر منها لشركة المحاسبة وقد لا تشكل تهديداً موثوقاً للمحاسب الذي لايتفق مع الإدارة حول مسألة محاسبية جوهرية. على النقيض، لا تحمل العقوبات غير الواضحة مثل هذا الجزاء أمام العموم. تتضمن العقوبات غير الواضحة أو غير المؤكَّدة عدم تجديد عقد المراجعة أو عدم منح عقد منذ البداية (حيث لايتم الإفصاح عن أي

من هذين التصرفين). ما يسمح لشركة المحاسبة بالاستمرار في بيع خدمات أخرى متنوعة، مثل الاستشارات الضريبية والمراجعة الداخلية، لعملاء المراجعة خاصتهم وزيادة سهولة التأثر للعقوبات منخفضة الاحتمال، خاصة لعميل الارتباط الذي ترتبط تعويضاته بشدة بتوليد الإيراد (Oliver Marnet, OpCit, p: 626).

تقع المنافع (الفعلية والفورية) للاحتيال أو aquiescence على عاتق الشريك صاحب العلاقة، في حين قد تقع أية خسائر (تأخير ومجرد المحتملة) في حال وجود سمعة سيئة ومسؤولية قانونية على المجموعة بشكل رئيسي. قد يكون من المُبَرَّر كمنطق اقتصادي في شركة مراجعة متعددة المكاتب في عدة دول معاملة كل مكتب كمركز ربح ولربط جزء هام من تعويضات الشركاء إلى حجم الأعمال التي يجذبونها. إلاّ أن التهديد الناتج على استقلال الشريك والأخطار على سمعة شركة المراجعة (وهي موجودة وفي أقصى حدودها، كما حصل مع آرثر أندرسن) هي محتملة الحدوث ويجدر تطبيق آلية رقابة داخلية ملائمة (Oliver Marnet, OpCit, p: 626).

يهدف قانون ساربانز أوكسلي لعام ٢٠٠٢ إلى محاربة الاحتيال، لكنه يفشل بشدة في معالجة مشكلة التحيز. على اعتبار أن التحيز هو نتيجة غير مرئية للعمل عن قرب مع العميل، ويقتحم بطبيعته بشكل لاإدراكي، فليس من السهل الوقاية منه بالتهديد بالعقوبات. ويمكن أن يؤثر التحيز على المراجعات قبل دخول أي حافز أو نوايا بالاحتيال على المعادلة. إن مجرد الاقتراب من العميل هو كافٍ لإدخال التحيز بالحسبان، والتفسيرات، والحكم حول المهني المتورِّط أو الداخل في عملية المراجعة. إن المسافات وعدم المعرفة بين مستخدمي المعلومات المالية والمراجع، مقارنة بقرب العلاقة والألفة مع عميل المراجعة، يفاقم تحيز خدمة المصلحة الذاتية في سياق المراجعة (Oliver Marnet, OpCit, p: 626).

من المحتمل أن تكون الارتدادات من رأي مراجعة سلبي سريعة وجوهرية (وتميل للوقوع على الأشخاص في الجوار الأقرب)، مقابل الارتدادات السلبية البعيدة وغير المؤكدة والمؤقتة (التي تقع على غرباء غير معروفين بشكل مباشر) الناتجة عن التضليل في القوائم المالية. يشير Max Bazerman et al. 1997 إلى أن اقتحام التحيز يمنع المراجع من أن يكون نزيهاً ومستقل بشكل كامل بالمعنى الحرفي التقليدي للكلام. وقد احتج Max Bazerman et al. مؤخراً من أجل إجراء تغييرات أكثر جوهرية على طريقة عمل شركات المحاسبة وعملائهم واقترحوا ضرورة أخذ التحيُّز

بعين الاعتبار في الممارسات والقوانين لزيادة موثوقية التقارير المالية. وأشار Langevoort 2001 إلى "إجماع متنامٍ لضرورة قيام القانون بشيء أكثر من (أو غير) الاتكال ببساطة على استراتيجيته المألوفة (المبتذلة) بنيابة vicarious مسؤولية الشركة للحث على رقابة جيدة" (Oliver Marnet, OpCit, p: 626).

المشكلة عند صناع السياسات هي كيفية تقليل تحيزات اللاوعي التي يخضع لها المراجع في كل تعامل يومي مع العملاء. لذلك قد يفيد التغيير الإلزام للمراجعين، إن كان على مستوى الشريك بشكل فردي أم على مستوى شركة المراجعة (كمطلب مُطَبَّق جزئياً تحت قانون ساربانز أوكسلي)، في تخفيف مثل هذا التحيُّز لكن ليس من المرجع أن ينهيه بشكل كامل. وعلى الرغم من منع إعادة المراجعة والبنود المتعلقة بخدمات غير المراجعة (الاستشارية) بشكل كامل، يبقى من الصعب على شركة المراجعة خسارة عقود مستقبلية مع هذا العميل أو ذاك من خلال سمعتها بأنها شديدة المعارضة عند التفاوض مع الإدارة العليا للشركات محل المراجعة (Oliver Marnet, OpCit, p: 627).

وثَّق Fan, Joseph P. H. and Wong, T. J. 2005, p: 35-36 بأن الشركات في اقتصادات بلدان آسيا الشرقية ذات مشاكل وكالة متضمنة في هياكل الملكية خاصتها، تميل إلى تعيين مراجع خارجي من الشركات الأربع الكبرى Big 4. وهذه العلاقة واضحة بين الشركات التي تعمل على زيادة رأس مال الأسهم بشكل متكرر. كما أن الشركات التي تستخدم مراجعين من الـ Big 4 تتلقى سعر خصم أقل لأسهمها مترافقة مع تضارب المصالح. كما أن شركات المحاسبة الكبرى تأخذ مشاكل الوكالة لدى العميل بعين الاعتبار عند اتخاذها لقرارات أتعاب المراجعة وتقرير المراجع. ما يعني بأن للمراجعين دوراً حوكمياً هاماً في الأسواق الناشئة.

٢-علاقة اختيار المُراجِع بحوكمة الشركات:

يُلاحَظ من المناقشة السابقة، ما إذا كان المراجع الخارجي سيقوم بدور فعَّال في حوكمة الشركة مازال موضوعاً خلافياً. وقد لوحظ أن الشركات في بعض الاقتصادات الأسيوية سعت لتعيين مراجعي حسابات من الشركات المهنية الأكبر الموصوفة بأنها أكثر استقلالاً. وأن قرار شركة ما

في الاقتصادات ذات الأسواق الناشئة بتعيين مراجع من الـ Big 4 يرتبط إيجابياً بوجود مشاكل حوكمية كمشكلة الوكالة في هيكل مُلكيتها.

وقد يعتقد البعض أن الشركات التي تعاني من مشاكل حوكمية كخلل في هيكل الملكية خاصتها، ستعمل على تجنُّب تعيين مُراجِع خارجي من الـ Big 4 تفادياً لرقابة أجود وتكلفة أتعاب أعلى للمُراجِع الخارجي (Fan, Joseph P. H. and Wong, T. J. 2005, p: 42).

ويمكن صياغة الفرضية هنا كما يلي:

فرضية ٣) يرتبط قرار الشركة باختيار شركة مراجعة الحسابات من الـ Big 4 إيجابياً بمشاكل الوكالة خاصتها المتضمنة في هيكل مُلكيتها.

مع ازدياد حاجة الشركات إلى رأس مال خارجي لتمويل استثماراتها المستقبلية، تكون المنفعة من الإشراف القوي للمُراجِع هي تخفيض تكلفة الوكالة، وبالتالي تكلفة زيادة رأس المال. فإن كانت القيمة الدولارية المتوقع ربحها من الإشراف الصارم كبيرة بشكل كافٍ إلى حدّ التعويض عن الخسارة المتوقعة من تجريد المُلكية وغيرها من الدخل المحتمل، قد يقوم المالِك المُسَيطِر طوعياً بفرض قيود حوكمية بالتعاقد مع مراجع ذي نوعية مرتفعة (Fan, Joseph P. H. and Wong, T. J. 2005, p: 43).

سيكون من الصعب قياس ومقارنة المنافع والتكاليف المُتَوَقَّعة بشكل مباشر. على كلِّ حال، عند مقارنة مجموعتين من الشركات من حيث حاجتها لرأس مال الأسهم، يمكن تَوَقُّع ازدياد قوة العلاقة المُتَوَقَّعة بين اختيار المُراجِع وهياكل المُلكية في المجموعة التي تواجه حاجة أكبر لرأس مال الأسهم. والأساس المنطقي في ذلك، هو أن لمواجهة ظاهرة النمو والتوسُّع، قد تحتاج الشركة مزيداً من التمويل عن طريق الأسهم. وبتعيين مراجِع ذي سمعة جيّدة لرصف مصالح المالِكين المُسَيطِرين مع باقي المستثمرين، قد يستفيد المالِك من عدم استثمار مزيد من رأس المال في الشركة ويزيد تمويلات جديدة بعلاوة أعلى من خلال إصدار أسهم جديدة (Fan, Joseph P. H. and Wong, T. J. 2005, p:43). لذلك تكون فرضية البحث هنا:

فرضية ٣ب) تزداد العلاقة الإيجابية بين اختيار الشركة لمُراجِع من الـ Big4 ودرجة مشاكل الوكالة خاصَّتها تبعاً لحاجة الشركة إلى التمويل عن طريق الأسهم.

أكَّد Cleassens et al. 2002 وجود خصم قيمة لدى شركات شرق آسيا عندما تُشجِّع هياكل الملكية وجود مشاكل وكالة. وسينعكس استقبال السوق لوجود مراجع ذي جودة عالية على أنه قادر على تخفيف مشاكل الوكالة في تقييمه للشركة. لذلك يمكن توقُّع أن استخدام شركة مراجعة من الشركات الأربع الكبرى ذات السُّمعة الجيدة سيُضعِف العلاقة بين هيكل المُلكية وقيمة الشركة.

من جهة أخرى، هنالك علاقة بين مشاكل الوكالة والحوكمة وتسعير أتعاب المراجعة في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة. خاصة ما إذا كان المُراجِع يضيف علاوة على أتعابه مقابل مشاكل الوكالة التي يعاني منها عملاؤه. في الاقتصادات الانتقالية وذات الأسواق الناشئة حيث المُلكية المركَّزة، تبقى حقوق القرار الرئيسية بيد بعض الأشخاص، هم أعضاء العائلة بشكل نموذجي. في ضوء البنية التنظيمية هذه، لايوجد هنالك فصلٌ كافٍ للواجبات وآليات الفحص والتوازن المستقِلَّة لتَقييد التلاعب بالسلطة من قِبَل المالكين المُسَيطِرين. يزيد نقص الرقابة الداخلية هذا، بوجود قضايا التكامل الجوهرية المترافقة مع مشكلة الوكالة التي لايمكن التحقق منها ومُصَادقتها لاحقاً، من حاجة المراجع لتقويم خطر الرقابة. وسيُترجَم هذا إلى مزيد من ساعات المُراجَعة أو إلى علاوة أتعاب كبيرة مقابل الخطر، ما يزيد أتعاب المراجعة الكُلِّية (Fan, Joseph P. H. and Wong, T. J. 2005, p: 44).

لذلك قد يكون من الملائم في النموذج المقترح اختبار ما إذا كان المراجعين في ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة التي تعاني من مشاكل حوكمية مُعَيَّنة يطلبون أتعاب أعلى مقابل أعمال المراجعة، وتكون فرضية البحث هنا كما يلي:

فرضية ٣د) لايوجد علاقة بين أتعاب المراجعة لشركة ما ومشاكل الحوكمة المتعلقة بهيكل مُلكيَّتها.

وتبحث الدراسات حول دور المراجع في حوكمة الشركات، ما إذا كان المراجعون يأخذون بعين الاعتبار مشاكل الحوكمة لدى العميل قبل نشر تقرير المراجعة. بتحديدٍ أكبر، ما إذا كانت هنالك أرجحية أكبر كي تُحَفِّز الأرباح القليلة المراجع لإبداء رأي مراجعة مُعدَّل للشركات ذات مشاكل وكالة وحوكمة أكبر من غيرها من الشركات الزبونة. وكما ناقش البحث في فرضية أتعاب

المراجعة، تزيد مشكلة الوكالة المتضمنة في هيكل الملكية المُرَكَّزة من أخطار المراجعة. إضافة لذلك، مع تَرَكُّز الملكية هذا، يُتَوَقَّع أن يكون التقرير المالي لهذه الشركات غير شفاف بسبب تجريد المالكين المُسَيطِرين لباقي مساهمي الأقلية ووجود الحوافز الكبيرة للداخليين. في مثل هذه الشركات، يُرَجَّح أن يزيد الانخفاض الجوهري للأرباح من أخطار حدوث دعاوي هامة ضدّ مراجِعيها. ولحماية أنفسهم، سيضع المراجعون عتبة أخفض لتعديلات المراجعة. لذلك، إن قام المُراجِع بدوره كمراقب خارجي وأخذ باعتباره أخطار المراجعة المترافقة لتحصُّن المالِكين المُسَيطِرين، فهنالك أرجحية أكبر أن يُعطي رأياً مُعدَّلاً للشركات ذات الأداء الضعيف المترافق مع مشاكل وكالة وحوكمة أكثر، بالتالي تكون الفرضية هنا كمايلي:

فرضية ٣هـ) ستحفِّز الإيرادات الضعيفة المراجعين إلى إبداء أراء مُعَدَّلة بشكل أكبر للشركات التي لديها مشاكل حوكمة أكبر مُتَضمِّنة في هيكل مُلكيتها.

يستخدم (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 626) متغير إجمالي المستحقات TA كمتغيِّر تابع في نموذجه الذي يدرس دور المراجع الخارجي في حوكمة الشركات. ودرس علاقة الأتعاب المدفوعة للمراجع مقابل خدمات المراجعة وغير المراجعة وسلوك المستحقات المحاسبية. وتُعتَبَر هذه العلاقة، في حال وجودها، مُدخَلاً هاماً في النقاش المستمر في الأوساط الأكاديمية والقانونية حول تركيبة مهنة المحاسبة ومدى مُلاءمة تقديم شركات المحاسبة خدمات غير المراجَعة. هنالك انتقادات بأن الأتعاب المدفوعة للمراجعين، خاصة مقابل الخدمات الأُخرى غير المُراجعة، تزيد من الاعتماد المالي للمُراجِع على العميل. بالنتيجة، قد يَفسد استقلال؛ لأن المُراجِع سيُصبِح مقاوِماً لإثارة قضايا تتعلق بإعداد القوائم المالية بحيث تُعَرِّض استمرار تدفق إيراداته من الأتعاب المُربِحة التي يَتَقاضاها. بالمُقابِل، يُحاجِج بعض الباحثين بأن المُراجِع يُواجِه تكاليف اقتصاديِّة هامة عند كشف فشل المُراجَعَة. لهذا، تبقى العلاقة بين أتعاب المُراجِع وسلوكه غامضة نَظريَّاً.

تناولت كثير من الأبحاث السابقة هذه العلاقة بشكل مُوَسَّع، لكن ليس هنالك دليل كافٍ على ترافق مُستوى أتعاب المُرَاجَعَة أو بنود الخدمات الأخرى غير المُراجَعة مع جودة الأرباح. يَدَّعي بعض الباحثين بوجود علاقة إيجابية بين بنود الخدمات الأخرى غير المُرَاجَعة ومقاييس الاستحقاق، ما

يعني، فرضيَّاً، بأن هذه الخدمات الأخرى تُفسِد جودة الأرباح. على كل حال، تنقل دراسات أحدث شكوكاً جِدِّية حول هذه النتائج والتفسيرات (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 626).

هنالك ثلاثة تفسيرات اقتصادية قياسية لهذه النتائج المتناقضة في الأدبيات السابقة. أولاً، تم تجاهل حوكمة الشركات في تلك الدراسات بشكل كبير. يُعتَبَر عمل المُراجِع آلية واحدة فقط من جملة آليات رقابية ضمنيّة مُصَمَّمة لتخفيف مَشاكل الوكالة المُتأصّلة في شركة أسهمها مطروحة لتداول العموم. يُقَدِّم فحص عمل المُراجِع، في مَعزلٍ عن آليات المُراجَعة البديلة، تحليلاً غير مُكتمِل لِمُحَدِّدات جودة الأرباح. ثانياً، هنالك عِدَّة طُرُق لقياس الارتباط المالي بين المُراجِع والعميل. تميل الأبحاث السابقة، مثل Frankel, Johnson, and Nelson 2002 للتركيز على بند خدمات غير المُراجَعة (كنسبة أتعاب خدمات غير المُراجَعة إلى إجمالي أتعاب المُراجِع). على كل حال، يُمكن اعتبار إجمالي الأتعاب والأجور المدفوعة للمُراجِع مقياساً معقولاً، بنسبة مُساوية، فيما يتعلق باستقلال المُراجِع عن عميله.

أخيراً، من المُرَجَّح أن تصِف النماذج المختلفة العلاقة بين أتعاب المراجَعة وجودة الأرباح عبر عينة كبيرة من الشركات. على سبيل المثال، ينبغي أن تتباين أهمية الدور الرقابي الذي يقوم به المُراجِع تبعاً لمتانة هيكل حوكمة الشركات لدى العميل. وهو ما ناقشه البحث في الفرضية السابقة أعلاه. لذلك، من غير المُرَجَّح أن يُقَدِّم استخدام نموذج انحدار مُجَمَّع لعينة تتضمن عدة نماذج مُختلِفة تقديراً كافياً للعلاقة بين الأتعاب المدفوعة وعمل المُراجِع (عن خدمات المُراجَعة وغير المُراجَعة) وخيارات الاستحقاق (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 626).

عمِل D. F. Larker 2004 على تِبيان هذه القيود على النموذج باستخدام نماذج مُعَيَّنة[1] لفحص العلاقة بين عدَّة مقاييس لأتعاب المُراجعة (كقرينة لاستقلال المُراجِع) ومقاييس اللاستحقاق (كقرينة لجودة الأرباح) وطَبَّقه على عينة كبيرة من الشركات غير المُتجانسة[2]. ووجدوا بأن الترافق بين الأتعاب المدفوعة للمُراجِع والمستحقّات غير المتوقّعة يحدث فقط عند قياس الأتعاب باستخدام

[1] Latent class mixture models.
[2] Non-homogeneous.

مُعدَّل أتعاب الخدمات الأخرى غير المُراجَعة إلى إجمالي الأتعاب المدفوعة للمُراجِع وتم قياس المستحقات غير المُتَوَقَّعة بالقيمة المُطلَقة. أكثر من ذلك، يحدث هذا الترافق الموجِب إحصائياً بين نسبة الأتعاب هذه وسلوك المستحقات فقط لـ ٨.٥% تقريباً من إجمالي العينة. لهذه المجموعة العنقودية الصغيرة من العيِّنة، نسبة إلى باقي العينة العنقودية التي استخدمها Larker 2004 وزملاؤه، رسملة سوقية أصغر، ومعدل قيمة دفترية/السوقية أصغر BM، وحصص ملكية مؤسساتية أصغر، وحصص ملكية أكبر للداخليِّين. لذلك يبدو أن الضعف المُصاحِب في حوكمة الشركات هو مُحدِّدٌ هام للعلاقة بين مقاييس استقلال المُراجِع وجودة الأرباح (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 626).

كما وجد Larker 2004 وزملاؤه بأن العلاقة بين مقاييس استقلال المُراجِع وجودة الأرباح حساسة تجاه المقاييس الأُخرى المستخدمة في نموذجِهم إلى حدٍّ كبير. وبدلاً من استخدام نسبة أتعاب الخدمات غير المُراجَعَة إلى إجمالي الأتعاب، أخذوا باعتبارهم أربعة مقاييس بديلة لاستقلال المُراجِع. أهمها: النسبة الدولارية المدفوعة (عن خدمات المُراجَعة وإجمالي الأتعاب) من قِبَل العميل للمُراجِع مقاسةً تجاه إجمالي إيرادات الأتعاب لدى المُراجِع والمُراجَعة غير العادية (وإجمالي) الأتعاب على أساس نماذج التوقعات المُطَوَّرَة من قِبَل بعض الباحثين مثل Simunic (1984) and Craswell, Francis, and Taylor (1995).

وعلى النقيض من نتائجهم الأوليِّة وتلك التي أورَدَها باحِثون آخَرُون، وجد Larker 2004 وزملاؤه علاقة سلبية بين مقاييس استقلال المُراجِع (باستخدام المقاييس البديلة الأربعة المذكورة أعلاه) وجودة الأرباح. أكثر من ذلك، تمَيَّزت مجموعة الشركات التي أبدت علاقة عكسية أكثر وضوحاً برسملة سوقية أقل، وتوقعات بنمو مُرتَفِعة، ومجالس إدارة أقل استقلالاً، وحصص مُلكية مؤسساتية منخفِضة، وحصص مُلْكِيَّة مرتفعة للداخليين. يبدو أن المُراجِع يلعب دوراً جوهرياً بالنسبة لهذه الشركات في عملية الحوكمة للحدّ من خَيَارات الاستحقاق غير العادية. وتقترح نتائجهم وجود احتمال أقل بأن المُراجِع سيسمح بوجود خيارات مستحقات غير عادية في الشركات التي لديها اهتمام أو اعتماد مالي كبير عليها كعميل (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 627).

بالتالي الفرضية الرئيسة هنا هي:

فرضية ٣و) هنالك علاقة عكسية بين مستوى الأتعاب المدفوعة للمُراجِع والمستحقات، وتكون هذه العلاقة أقوى في الشركات ذات مستوى حوكمة ضعيف.

٣- دور المراجع الداخلي ووظيفة المراجعة الداخلية

يعتبر العنصر الخامس من عناصر تعريف المراجعة الداخلية: تقويم إدارة الخطر، والرقابة، والحوكمة (CIA, Study Unit One, p: 1)[١]. وعلى المراجع الداخلي ممارسة العناية المهنية فيما يتعلق بكفاية وفعالية الحوكمة، وإدارة الخطر، وعملية الرقابة (CIA, Study Unit One, p: 8). وينبغي على مدير المراجعة الرئيسي التقرير دورياً لإدارة الشركة التنفيذية العليا بشأن قضايا الحوكمة في الشركة (CIA, Study Unit One, par. 2060, p: 12). ينبغي أن يشمل نشاط المراجعة الداخلية ضمن طبيعة عمل المراجع الداخلي التقويم والمساهمة في تعزيز الحوكمة، ضمن باقي المجالات، باستخدام مدخل مضبوط ومنتظم (CIA, Study Unit One, par. 2060, p: 13). إذ يتضمن نشاط المراجعة الداخلية تقويم عملية الحوكمة ووضع التوصيات الملائمة لتحسينها من أجل تحقيق الأهداف التالية (CIA, Study Unit One, par. 2110, p: 12):

- تحفيز أخلاق وقِيَم ملائمة داخل الشركة؛
- التأكيد على إدارة أداء ومساءلة فعالَين في الشركة؛
- توصيل معلومات الخطر والرقابة للجهات الملائمة في الشركة؛
- وتنسيق الجهود وتوصيل المعلومات بين مجلس الإدارة، والمراجعين الخارجيين والداخليين والإدارة.

كما يجب أن تشمل أنشطة المراجعة الداخلية تقويم ما إذا كانت حوكمة تكنولوجيا المعلومات داخل الشركة تدعم استدامة وتحسين استراتيجيات الشركة وأهدافها (CIA, Study Unit One, p: 13, and unit three p: 7, par. 2110.A2)، حيث تُعَرَّف حوكمة تكنولوجيا المعلومات بأنها تتألف من قيادة، وهياكل الشركة وعملياتها التي تضمن بأن تكنولوجيا معلومات المشروع مستدامة وتدعم استراتيجيات وأهداف الشركة (CIA, Study Unit One, p: 21). إضافة لتقويم مدى

[1] CIA, Study Unit One, “Standards and Proficiency”, ©2009 Gleim Publication, Inc. and/or Gleim Internet, Inc. All Rights Reserved. www.gleim.com , p: 1.

تعرُّض الشركة لخطر الحوكمة، وتقويم كفاية نظام الرقابة الداخلية عليه par. 2120 and 2130.A1، فيما يتعلق بـ:

- موثوقية وتكامل المعلومات المالية والتشغيلية؛
- فعالية وكفاءة العمليات؛
- حماية الأصول؛
- الالتزام بالقوانين والأنظمة والرقابات الموضوعة.

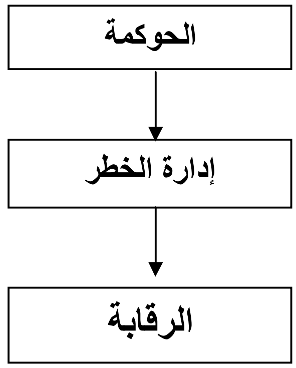
أما الرقابة على تكنولوجيا المعلومات فهي الرقابات التي تدعم إدارة الأعمال والحوكمة وتقدم رقابات عامة وتقنية على بنية تكنولوجيا المعلومات التحتية مثل التطبيقات، والمعلومات، والبُنَى، والأفراد (CIA, Study Unit One, p: 21).

من ضمن أهداف الارتباط، ينبغي أن تبيِّن مشاورات أهداف الارتباط مسائل الحوكمة، ضمن باقي المسائل الأخرى، بما يُتَّفق عليه مع العميل par. 2210.C1. وعلى مدير المراجعة توصيل نتائج عمله بشأن الحوكمة كلما كان ذلك ملائماً إلى الإدارة العليا ومجلس إدارة الشركة par. 2440.C2, p:19.

تتضمن خدمات التأكيد التي يمكن أن يقوم بها المراجع الداخلي فحصاً موضوعياً للأدلة من أجل تقديم تقويم مستقل لحوكمة الشركة، من ضمن مواضيع أخرى. بينما يُقصد من الخدمات الاستشارية المتعلقة بالحوكمة إضافة قيمة للشركة وتحسين حوكمتها دون أن يفترض المراجع الداخلي مسؤولية الإدارة عن ذلك.

يلعب المراجع الداخلي دوراً في تحديد ما إذا كانت الحوكمة كافية وتعمل وظيفياً بشكل ملائم (CIA, Study Unit Two, p: 3). وينبغي أن يحضر مدير المراجعة التنفيذي الرئيسي ويساهم بشكل منتظم في اجتماعات مجلس الإدارة التي تتعلق بمسؤوليات المجلس الإشرافية والتي منها الحوكمة (CIA, Study Unit Two, p: 7).

وتشمل الحوكمة كل أنشطة الشركة من وجهة نظر المراجعة ا لداخلية. لذلك فإن عمليات الحوكمة تُقدِّم توجيهاً إجمالياً لأنشطة إدارة الخطر. بدورها الرقابة الداخلية هي مُكَوِّن رئيسي لإدارة الخطر. وهي معاً تعمل على تطبيق استراتيجيات إدارة الخطر في الشركة.



كما يمكن النظر إلى الحوكمة باحتوائها على مُكَوِّنَين رئيسيين هما: الاتجاه الاستراتيجي، والإشراف (CIA, Study Unit 3, p: 4).

يتضمن الاتجاه الاستراتيجي تحديد أ) نموذج الأعمال، الأهداف الكُلِّية، مدخل التعامل مع الخطر (بما في ذلك الميل نحو المخاطرة)، ب) وحدود العمل في الشركة.

الإشراف:

يَتضمَّن هذا المُكوِّن الحوكمي الذي يُعتبَر الأكثر أهمية بالنسبة للمراجعة الداخلية، والذي تُطبَّق عليه أنشطة إدارة الخطر والرقابة بشكل كبير، مما يلي:

- مسؤوليات مجلس الإدارة تجاه أصحاب المصالح؛
- وتلعب فيه الإدارة العليا وأصحاب الخطر دوراً تقوم به من خلال أنشطة إدارة الخطر،
- يتم فيه القيام بأنشطة التأكيد داخلياً وخارجياً.

يقوم المجلس بدوره الحوكمي المعروف بخطوط عريضة تتمثل في تحديد توقعات أصحاب المصالح والنتائج غير المقبولة. هذه النتائج يمكن أن تكون أ) مالية، ب) مسائل الالتزام، جـ) النواحي التشغيلية، د) والاستراتيجية (CIA, Study Unit 3, p: 4).

بينما تؤدِّي الإدارة وظائف الحوكمة اليومية، ينبغي إعادة تقويم توقعات الحوكمة بما فيها مستويات التحمُّل بشكل دوري، بحيث تُغيِّر أنشطة إدارة الخطر (CIA, Study Unit 3, p: 5).

صِيغ الحوكمة:

يحضر الدور الاجتماعي للشركة من خلال استخدامها صِيَغ قانونية، وهياكل، واستراتيجيات، وإجراءات مختلفة للتأكد من:

- الالتزام بالأدوار الاجتماعية والتنظيمية،

- تلبية معايير الصناعة المقبولة عموماً، والمبادئ الأخلاقية، وتوقعات المجتمع،
- تقديم منافع إجمالية وتعزيز مصالح أصحاب المصالح على المدى البعيد والقريب،
- التقرير بشكل كامل وصادق لأصحاب المصالح، بما فيهم الجمهور، لضمان مساءلة عن قراراتها، وتصرفاتها، وأدائها.

تعريف عملية الحوكمة من وجهة نظر المراجعة الداخلية:

يُشَار إلى الطريقة التي تُلَبِّي فيها الشركة مسؤولياتها بعملية الحوكمة. حيث تكون الإدارة ومجلس الإدارة مسؤولين عن فعالية عملية الحوكمة (CIA, Study Unit 3, p: 6).

ممارسة الحوكمة من وجهة نظر المراجعة الداخلية:

تعكس ممارسات الحوكمة ثقافة الشركة الخاصة والديناميكية، وتعتمد عليها بشكل كبير لغاية فعالية الحوكمة. فالثقافة أ) تضع القيم، والأهداف، والاستراتيجيات؛ ب) تعرف الأدوار والسلوكيات؛ جـ) وتقيس الأداء؛ د) وتُحَدِّد المساءلة. لذلك، تحدد الثقافة درجة الحساسية تجاه المسؤولية الاجتماعية. بسبب تعقيد وتشعُّب اتخاذ القرار في مُعظَم الشركات، يجب تشجيع كل شخص على السلوك الأخلاقي، إن كان بشكل رسمي أو غير رسمي. وفي الممارسة، تعتمد النصيحة التي يقدمها أي مراجِع داخلي على مدى نضوج نظام الحوكمة في الشركة. ففي النظام الأقل نضوجاً، يُرَكِّز المراجع الداخلي على الالتزام بالسياسات، والإجراءات، والقوانين...إلخ، إضافة لتبيان الأخطار الأساسية التي تواجه الشركة. أما في نظام الحوكمة الأكثر نضوجاً، يكون التركيز على الوصول إلى المستويات الأمثل للهياكل والممارسات (CIA, Study Unit 3, p: 6). وعلى المراجع الداخلي تحديث مجتمع المراجعة وأولويات برنامج المراجعة الداخلية بناءاً على مستجدات حوكمة الشركة، من ضمن أمورٍ أخرى (CIA, Study Unit 8, p: 3). ويدرك المراجعون الخارجيون أهمية التقرير إلى لجان المراجعة أو أية هيئات حوكمية مشابهة في الشركة، في عدة مسائل منها: ا) المواضيع المتعلقة بالرقابة الداخلية، ب) السياسات المحاسبية الهامة، جـ) أحكام الإدارة وتقديراتها المحاسبية، د) التعديلات الهامة في المراجعة، هـ) نقاط الخلاف مع الإدارة، و) الصعوبات التي واجهتهم خلال مراجعتهم (CIA, Study Unit 8, p: 7).

مهام لجان المراجعة: باتت معروفة. بينما باتت المساهمة في حوكمة الشركة وإدارة الخطر، وعمليات الرقابة، من متطلبات ضمان الجودة وبرنامج التحسين (CIA, Study Unit 9, p: 5,).

وينبغي أن يتضمن هيكل الحوكمة برنامجاً لإدارة خطر الاحتيال، وتُعَرَّف حوكمة خطر الاحتيال بأنها أساس إدارة خطر الاحتيال. فهي تعمل في بيئةٍ يكون لأصحاب المصالح في الشركة توقعات أكبر بسلوكٍ أخلاقي، وهنالك عقوبات أشد على الاحتيال. حيث يُعتبر بناء ثقافة أخلاقية وبرنامج أخلاق أعمال فعال عنصراً من حوكمة خطر الاحتيال (CIA, Study Unit 10, p: 14).

المبحث الرابع: دور أصحاب المصالح Stakeholders الأطراف ذات العلاقة والمسؤولية الاجتماعية[1]

يندرج هذا المبحث في سياق أجندة أوسع لحوكمة الشركات، من خلال توسيع الإطار النظري لها من الاعتماد فقط على منظور نظرية الوكالة الضيق المالي ليشمل منظور نظرية أصحاب المصالح. إضافة لما لنمو المسؤولية الاجتماعية على الشركات وأثر سلوكها على طيف واسع من أصحاب المصالح. ثم بحث التأكيد على العلاقة الإيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركة وأدائها المالي، ودور الإفصاح عن هذه المسؤولية الاجتماعية والبيئية والأخلاقية والمستدامة، ومشاركة أصحاب المصالح في حوكمة الشركة في مساعدة الشركات على تبرئة نفسها تجاههم، مع التأكيد على الإفصاح البيئي.

لقد تأثر ملايين الناس بممارسات البنوك، وكان لأداء القطاع المصرفي صلات قوية بين حوكمة الشركة والمساءلة تجاه أصحاب المصالح بشكل أساسي. ولم يعد ممكناً عزل حوكمة الشركات، بالنظر إليها كمسألة تخص الشركات ومساهميها المُسيطِرين، لما لذلك مما يُطلَق عليه بمصطلح "*آثار لاحقة عالية الخطورة*" في بعض الأحيان (Jill Solomon 2010, p: 250).

"باتت الشركات تمس كل ناحية من نواح الحياة (الحالية والمستقبلية)، وإن ترك هذه الشركات بدون مساءلة عن أدائها قد يعرض النسيج المجتمعي وتركيبة الأُسَر، ونوعية المعيشة، وربما مستقبل الكوكب ككل للخطر" (Mitchell and Sikka, 2005, p:2).

ويمكن الافتراض عموماً أن:

---

[1] ويغطي المبدأ الرابع من مبادئ الحوكمة الصادرة عن الـ OECD لعام ٢٠٠٤.

فرضية ٤: يلعب أصحاب المصالح في سورية دوراً هاماً في حوكمة الشركات محل الدراسة.

ولها فرضيات فرعية كما في المناقشة التالية:

١-دور التمويل المصرفي والمصارف في التعامل مع مشاكل حوكمة الشركات في البلدان محل الدراسة

تتعلق هذه الفقرة بمناقشة هيكل ملكية الديون، وهيكل استحقاق الديون، والديون التجارية، وقرارات هيكل رأس المال في الشركات محل الدراسة[١]. هنالك عدة مشاكل مترافقة مع تمويل الشركات التي لديها مشاكل حوكمية معينة، كما هو الحال في معظم دول الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة (خاصة تلك التي في طور النشوء). وتتضمن هذه المسائل قدرة حملة الأسهم المُسَيطِرين على تجريد الشركة من مواردها من خلال أنشطة نقل هذه الموارد لصالحهم، والتحصُّن والتعويضات المُبالَغ بها، والمنافع الخاصة لسيطرتهم (Beng–Soon Chong 2006, p: 1).

تشير الدراسات السابقة بأن المستثمرين في السوق يُدركون ويتوقعون مشاكل الحوكمة المترافقة لتمويل مثل هذه الشركات بشكل كبير، لذلك، يُخضِعونها لمعدل خصم أكبر. لهذا، من المُرَجَّح أن تُواجِه الشركات ذات الحوكمة الضعيفة صعوبات جوهرية عند محاولتها لرفع التمويل الخارجي. والسؤال الهام هنا: كيف تُمَوِّل الشركات ضعيفة الحوكمة أصولها وأنشطتها التشغيلية؟ بشكل خاص، على مُزوِّدي رأس المال ذي المَخاطِر المرتفعة لشركات ذات حوكمة ضعيفة أن يكون لديهم الحافز والقدرة لإجبار الشركة على تبنِّي سياسات مالية تحدُّ من نقل الثروة إلى المدراء، وغير ذلك من سلوك تجريد المُلْكية والثروة؛ كي يضمنوا لأنفسهم الحصول على عائد على رأسمالهم (Beng–Soon Chong 2006, opcit., p: 1).

على كُلٍّ، لايُعرف سوى القليل عن مُزَوِّدي رأس المال المُخاطِر للشركات ذات الحوكمة الضعيفة ومزاياهم التنافسية تجاه باقي المُمَوِّلين في إدارة مشاكل الحوكمة المُترافِقة مع تمويل مثل هكذا شركات، في البلدان محل الدراسة. لذا من الهام أولاً فحص هيكل الملكية للشركات ذات الحوكمة الضعيفة كآلية هامة من آليات الحوكمة ذات العلاقة. يَفترِض Bebchuk et al. (1999) بأن

---

[١] وإن كان سيتم التركيز في هذا البحث على التمويل بالقروض فقط.

الدَّين، الذي يَخدِم كأداة التزام على الشركات، يمكن أن يلعب دوراً هاماً في تخفيف مشاكل الحوكمة. فالدَّين والأسهم ليسا فقط أداتي تمويل بديلتين، بل هما آليتي حوكمة بديلتين.

مثلاً، يمكن للتمويل بالدَّين، الذي يفرِض قيود تعاقُدية مُفَصَّلة على المساهِمين المُسيطِرين، أن يُجبر الشركات على إجراء توزيعات نقدية للمستثمرين، بالتالي تخفيض حُرِّيَّة الشركة بالاستثمار في مشاريع ذات قيمة حالية سالبة (غير مُجدية). أكثر من ذلك، قد يُحفِّز انتهاك أيٍّ من بنود الاتفاقية مع البنك المموِّل انتقال بعض حقوق السيطَرَة من المُقتَرِض إلى الدائن (البنك). وفي حال الفشل المالي، على سبيل المثال، يكون للبنك الحق في التحقيق ومراجعة الشركة ووضع يده على أصول الشركة قبل أن يستطيع المُقتَرِض أن يسرِقها (Beng-Soon Chong 2006, opcit., p: 2).

على كُلٍّ، لا يمكن لكل الدّائنين إدارة مشاكل الحوكمة المرافقة لتمويل الشركات ضعيفة الحوكمة.

فرضية ٤-١): للبنوك مَزِيَّة تنافسية على باقي الدائنين في إدارة مشاكل حوكمة الشركات، بالتالي، في تقديم تمويل خارجي للشركات التي تعاني من مشاكل حوكمية معينة.

يمكن للبنوك، على سبيل المثال، تقديم تمويلات معقولة التكلفة بناءً على معرفة أكثر كفاية، مقارنة بتمويلات حَمَلَة السندات[1] المُكلِفة التي قد لا تتوفر لديهم تلك المعرفة الكافية. ويمكن عزو قدرة البنوك على تقديم تمويلات غير مُكلِفة إلى ميزتها التنافسية في إدارة الخطر. تُخفض البنوك عادة من تعرضها للخطر باستخدام حزمة من اتفاقيات الضمانات، والضمانات الإضافية، وتوزيع محفظة الائتمان... إلخ.

تَحمي مُعَزِّزات الائتمان هذه البنوك من الخسائر في أوقات الضائقة و/أو الفشل الماليَّين. على النقيض، يعتمد حملة السندات المكتتب بها في اكتتاب عام، على اتفاقيات وشروط قاسية على السند لإدارة أخطارهم، هذه الشروط التي غالباً ما يكون من الصعب مراقبتها بشكل فعال من قِبَلِهم وإلزام الشركة بها. إضافة لذلك، يُعتبر البنك مراقِباً أكثر كفاءة وفعالية؛ لأن لديه ميزة تنافسية في جمع المعلومات الخاصة والتفصيلية عند تقديمه لصفقة ما وغيرها من الخدمات الوسيطة للمُقترِضين. بينما، يكون حملة السندات العموميين مُراقبين أقل كفاءة لأنهم يواجِهون تكراراً في

[1] Arm`s length funds from public debtholders.

الجهود ومشاكل مضاربات الاستحواذ والاستيلاء العدائي (Beng-Soon Chong 2006, opcit., p: 2).

وكَدَين داخلي، للبنوك قدرة على تسعير ديون الشركة بشكل أكثر دقة، بالتالي، تخفيف مشاكل الانتقاء غير الملائمة. كما يسمح التمويل المصرفي للشركات بتجنُّب تكاليف الإفصاح المرتفعة المرافقة للتمويل عن طريق الاكتتاب العام، ويسمح التمويل المتكرر من قبل البنك للشركات التي تعاني من خلل أو مشاكل حوكمية معينة من إعطاء فكرة عن جدوى الإقراض لها وبذلك تتمكن من بناء سمعة جيدة لنفسها. بالإضافة لذلك، يُعتَبَر التمويل بالاقتراض من البنوك أكثر مرونة تعاقدياً من التمويل بالسندات، ما يُساعد الشركة في أوقات الأزمة المالية ويُخَفِّض من السيولة غير الكفوءة (Beng-Soon Chong 2006, opcit., p: 2).

أخيراً، لدى الشركات ذات الحوكمة الضعيفة الحوافز لاستعمال التمويل عن طريق البنوك لتخفيف مشاكل المخاطر الأخلاقية المُرافقة لعدم الاستثمار الكافي، واستبدال الأصول، والاستثمار غير المُجدي. لهذا، للتمويل المصرفي ميزة تنافسية في مساعدة الشركات ذات الحوكمة الضعيفة لتحسين إمكانيات التمويل، وتوليد القيمة، وتطوير الأداء. أما التمويل عن طريق طرح سندات في السوق للعموم، قد يكون مُكلِفاً جدّاً لهذه الشركات، بحيث تكون العلاقة مع بنك ما هو حل أكثر منطقية لمشاكل التمويل الخارجي خاصَّتها. وعليه، يمكن للمرء أن يتَوَقَّع بأن تستخدم الشركات ذات الحوكمة الضعيفة التمويل عن طريق البنوك بشكل أكبر (Beng-Soon Chong 2006, opcit., p: 3).

لذلك يضيف الباحث متغير حجم التمويل عن طريق البنوك إلى إجمالي حجم الدَّين في هيكل تمويل الشركات محل الدراسة لدراسة علاقته وأثره على حوكمة الشركة وأدائها "BankDebt".

سيحاول البحث التطرُّق لهياكل الملكية والتمويل في البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، مع التطبيق على الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تكون مثل هذه المسائل الحوكمية أكثر صلة للبلدان ذات نظم الداخليين في الحوكمة، خاصة في البلدان محل الدراسة والتي تتصف بأنها قد تفتقر للحماية الكافية للمستثمرين في بعضٍ منها مقارنة مع البلدان المتقدمة؛ ما يفاقم المشاكل الحوكمية التي تعاني منها.

المقياس الشائع لتفاقم مشاكل الحوكمة في شركات الأسواق الناشئة هو التباين بين سيطرة المساهمين المُسَيطِرين وملكيتهم المباشِرة في الشركة. والذي يمكن التعبير عنه بالفرق بين حقوق التصويت وحقوق التدفق النقدي. حيث يزداد حافز المساهمين المُسيطِرين لاستخلاص الثروة من الشركة مع درجة هذا التباين. وذلك لأن حقوق التصويت الأكبر تُحصِّن حملة الأسهم المُسيطِرين وتعطيهم القدرة على استخلاص الثروة من الشركة لصالحهم الشخصي. لذلك من المُتَوَقَّع نسبيّاً استخدام تمويل أكثر عن طريق المصارف (وأقل عن طريق الاكتتاب العام) في هيكل ديون شركاتهم عند ازدياد هذا الفرق بين حقوق التصويت والتدفق النقدي (يكتفي الباحث بأكبر مساهم عند تحديد هذا الفرق؛ وذلك لارتفاع شدَّة تركُّز الملكية لدى الشركات محل الدراسة.

بالتالي يمكن الافتراض هنا:

فرضية ٤: يلعب أصحاب المصالح في سورية دوراً هاماً في حوكمة الشركات محل الدراسة.

ويتفرع عنها فرضية ٤–أ، و ٤–ب.

٢- نحو حوكمة أفضل لدور موظفي الشركة

وذلك من خلال تمثيلهم في مجالس الإدارة المؤلفة من طبقة واحدة، وتفعيل دورهم في حوكمة الشركات، إن كان بشكل مباشر من خلال التمثيل في المجالس، أو غير مباشر من خلال اتحادات ونقابات العمال، أو من خلال تملك المستثمرين المؤسساتيين مثل صناديق تقاعد وخزانة نقابات ومؤسسات التأمينات الاجتماعية. والفرضية التي يمكن افتراضها هنا هي:

فرضية ٤ د) يلعب الموظفون دوراً هاماً في حوكمة الشركات وأدائها من خلال تمثيلهم في مجالس إداراتها أو عن طريق النقابات واتحادات العمال أو من خلال تملك المساهمين المؤسساتيين.

٣- دور المراجع التشريعي statutory Auditor

سلَّطَت الأزمة المالية عام ٢٠٠١ الضوء على نقاط ضعف في عملية المراجعة التشريعية. بدأت مهنة المراجعة التشريعية، بالتعاون مع منتدى الاستقرار المالي FSF ومشرِّعي السوق، سلسلة من الإصلاحات الهامة بأربع قوى للدفع (Rene' Ricol, p: 57):

- انتقلت مُعظم البلدان من نظام التنظيم–الذاتي إلى آخَر ذي تشريع مشترك أو خارجي، أكثرها وضوحاً في الـ USA،

- تَمَّ إدخال نظام جديد من الحوكمة العولمية من خلال تشكيل مجلس الإشراف على المصالح العامة PIOB، الذي يُشرِف على أنشطة اتحاد المحاسبين الدولي IFAC التي تهتم بمصلحة عموم الجمهور، خاصة في مجالات وضع معايير المراجعة (مجلس معايير المراجعة والتأكيد – IAASB) والأخلاق (مجلس معايير الأخلاق الدولية للمحاسبين IESBA)،
- تبنى مجلس معايير المراجعة والتأكيد IAASB معايير صارمة للرقابة الداخلية في شركات المراجعة. يقدِّم المعيار الجديد، من بين أشياء أخرى، إجراء مراجعة إضافية منتظمة من قِبَل شريك مراجعة قبل إصدار تقرير المراجعة. المبدأ وراء ذلك، هو أن مراجعة الشريك ستُمَكِّن من تجنب حالات الفشل الكبيرة في المراجعة من خلال تكليف شريك لايواجه العميل بشكل مباشر لفحص عمل المراجعة (بما في ذلك تحديد الأخطار الاقتصادية الكُلِّية والجزئية) أثناء تنفيذها؛
- تم التشديد على معايير الاستقلال من خلال وضع حدود أكثر صرامة على العمل الذي يقوم به المراجعون.

وإن لم يتلقّ المراجعون جُل العتب بالأزمة الأسيوية السابقة، إلاَّ أن الاتهامات طالتهم بشكل أكبر في سلسلة الفضائح إثر حادثة إنرون ٢٠٠١، والأزمة المالية العالمية الأخيرة ٢٠٠٩.

وتم وضع مجموعتين من معايير المراجعة جنباً إلى جنب، أي معايير المراجعة الدولية ISAs ومعايير الولايات المتحدة التي تبنَّاها مجلس الإشراف المحاسبي على الشركات العمومية PACOB. وجرت جهود كبيرة للحدّ من عدم التأكد والعمل على التقارب بين مجموعتي المعايير.

مازالت بعض البلدان تستمرّ بتطبيق قواعد استقلال مختلفة، خاصة تلك المتعلقة بالقيود على الخدمات. وعلى بعض البلدان الأوروبية السعي للتقارب مع معايير الاستقلال لدى الـ IFAC مع اكتمال النسخة الأخيرة.

قد ينظر المراجعون إلى أن دورهم مازال يكبر، مع تقريرهم عن الأخطار المستقبلية التي تواجه شركات المراجعة بشكل أكبر. على كل حال، يعارِض المراجعون التقرير للجمهور بشكل أكبر عن تحديد الخطر بسبب قضايا المسؤولية، التي ينبغي حَلّها. قد تخلِق هذه الحالة فجوة جِدِّية بين

المعلومات عن أحداث ماضية الواردة في تقرير المراجعة وتوقعات الصناعة بآراء ذات منظور مستقبلي حول الأخطار التي تواجه الشركات (Rene' Ricol, 2008, p: 58).

٤-المسؤولية الإجتماعية وحوكمة الشركات:

تُعرَّف المسؤولية الاجتماعية للشركة بأنها المسؤولية تجاه كل أصحاب المصالح كتحقيق تنمية مستدامة من خلال حماية البيئة وتقليل الفقر، إضافة لتوليد قيم مالية لحملة الأسهم. يمكن لمسؤولية الشركة الاجتماعية تحسين قيم الشركات في الأسواق الناشئة بدرجة أكبر مقارنة بالشركات في الأسواق المتقدمة من خلال تقديم عدالة اجتماعية، حيث هنالك بعض التشوُّش أو عدم نضوج اجتماعي واقتصادي وثقافي في هذه الأسواق الناشئة. وسيفيد الحدّ من هذه المشكلة المجتمع ككل ويحسن بالنهاية من قيمة الشركة (Kashif Rashid, 2008, p:26).

تفرض التوقعات الاجتماعية المتزايدة والضغوطات الاجتماعية الناجمة عنها حول مسألة المسؤولية الاجتماعية للشركات المدراء في المستويات العليا للإدارة بالتصرُّف بطريقة أكثر حساسية عند مواجهة مطالب المجموعات الضاغطة التي تتأثَّر و/أو تُؤَثِّر في أنشطة المشروع. لقد تغيَّر المفهوم حول الحوكمة مع عدم كفاية المداخل الهرمية (من أعلى إلى أسفل) في الإجابة عن المطالب الديمقراطية لمجموعات المصالح الاجتماعية. يشكل هذا المنظور العريض مِنصَّة للأسس الاجتماعية لأنظمة حوكمة الشركات (A. Tuzcu and A. Fikirkoca, 2005, p: 154).

بالتالي التساؤل هنا: هل يوجد لدى الشركات محل الدراسة أساساً سياسات حول المسؤولية الإجتماعية؟

فرضية ٤ هـ) لايوجد فرق جوهري بين الشركات محل الدراسة من حيث وجود سياسات تهتم بالمسؤولية الاجتماعية.

<u>٤-١ دور آليات الحوكمة في تعزيز الإبداع في الشركات</u>

تُقدِّم الأدبيات حول الحوكمة ملامح مفيدة لفهم نشاط الإبداع في الشركات، حيث لم تستطع الدراسات الاقتصادية السابقة شرح سبب اختلاف الأداء الإبداعي اعتماداً على متغيِّري الحجم والقوة السوقية كبُعدين وحيدين، بالتحديد لم تستطع تفسير سبب اختلاف الأداء الإبداعي لشركات تحيط

بها نفس الظروف الخارجية. وينطوي البحث في هذا المجال في دعم الأساس النظري للتحليل الاقتصادي لإبداع الشركات. فحص Filippo Belloc 2010 دور ثلاث آليات للحوكمة (ملكية الشركات، وتمويلها، والعمالة) في صياغة نشاط الإبداع في شركة ما.

تُشكِّل الدرسات التي تربط بين الحوكمة والأداء جسماً من الأدبيات من الصعب حلُّه لسببين غير مُرتبطَين. أولهما عدم كفاية الأبحاث حول المشاريع المُبدِعة، بالتالي غياب الأساس النظري لهذه القضية. ثانيهما، خاصة مع نقص مثل هكذا نظرية، تتعلق مساهَمَات المحدِّدات التنظيمية للإبداع، بصورة غير مُنظَّمة وغير مفهومة، بمعالم وآليات مُختلِفة ومتنوّعة لحوكمة الشركات (Filippo Belloc 2010, p:3).

البعد الأول يتعلق بدور هيكل الملكية وحافز المسيطِرين على الاستثمار في العملية الإبداعية في الشركة. البعد الثاني، يتعلق بطرق تمويل مثل هكذا استثمارات، ومدى التزام الشركات بتخصيص الموارد المالية لإنهاء مشروع إبداعي. ثالثاً، اليد العاملة، البعد الذي أهملته دراسات حوكمة الشركات التقليدية إلى حدٍّ ما. حيث تبرز أهمية رأس المال البشري في الإنتاج المعرفي المُكثَّف في توليد الإبداع.

دأبت دراسات سابقة للتعامل مع هذه الأبعاد منفردةً في دراسة علاقتها بالحوكمة والأداء الإبداعي. إلا أنه من الأفضل إضافتها إلى نموذج أكثر شمولاً للحوكمة، كما في النموذج المقترح في هذا البحث؛ فمثلاً، قد يكون لهيكل التمويل الذي يتميَّز بمشاركة أصحاب الحصص – أو آلاف صغار المساهمين (من مناصري فكرة مشروع إبداعي مُعيَّن) – أثر إيجابي على نشاط الشركة الإبداعي لأنهم قد يُفضِّلون الالتزام بمشروع استثمار طويل الأجل. على كلِّ حال، قد يدفع هيكل الملكية المشتت الإدارة لاستراتيجيات أداء قصير الأجل، وممارسة لإدارة للأرباح لأهداف قد لاتصب في مصلحة المساهمين على المدى البعيد؛ أو لأن ذلك يزيد من احتمال تغيُّر الملكية، وحدوث حالات استحواذ. أكثر من ذلك، قد تقلل الملكية المشتَّتة من قدرة صاحب العمل للدخول في علاقات طويلة الأمد مع الموظفين، نتيجة رغبة المساهمين الأفراد في ممارسة خيار "الخروج" من السوق، بالتالي إحباط تطوير رأس المال البشري في الشركة (Filippo Belloc 2010, p:3).

كما يمكن أن ترتبط الأبعاد المختلفة للحوكمة على المستوى الكلي، ولكنه خارج نطاق الدراسة هنا.

أما الفرضيات بشأن هيكل الملكية والإبداع فهي تنبع من مدخلين. أهمهما أن الملكية المركزة تعني رقابة أكثر فعالية على استراتيجيات الإدارة، ما يُخفِّض بدوره من تكاليف الوكالة المرتفعة المرافقة للأنشطة الإبداعية، وفقاً لإطار الوكيل–صاحب العمل. اعتماداً على مدخل تكاليف الوكالة. يُتَوَقَّع أن تُؤثِّر الملكية المشتتة سلباً على نشاط الإبداع في الشركة، لأنها تُمكِّن المدراء من اتباع مصالحهم وأهدافهم الشخصية، مثل زيادة الثروة والاعتبارات الشخصية، بما يضر مشاريع تعزيز الربح المستدامة. كما تم مناقشته سابقاً، ليس لدى صغار المساهمين المشتَّتين حافز كافٍ لمراقبة سلوك الإدارة، طالما تجاوزت تكاليف المراقبة المنافع منها (Filippo Belloc 2010, p:3).

وبخلاف دراسات الحوكمة التقليدية المرتكزة إلى نظرية الوكالة، التي اعتبرت أن أشكال الملكية المختلفة لها تفضيلات متماثلة فيما يخص استراتيجيات الشركة تجاه النشاط الإبداعي. نقلت دراسات تطبيقية مؤخراً شكوكاً حول هذه الافتراضات، وأظهرت أن لمالكين مختلفين قد يكون لهم تفضيلات متباينة بشأن الإبداع والابتكار (Filippo Belloc 2010, p:13).

على كل، يُلاحَظ أن متغيرات الأبعاد الثلاثة مُتَضمِّنة في النموذج المقترح. بالتالي فإن توليفة من مؤشر فرعي من هيكل الملكية والتمويل والعمال، إضافة لمتغيِّر تكاليف البحث والتطوير كمتغير رقابي، يمكن دراستها في نموذج انحدار لدراسة مدى العلاقة بين حوكمة الشركة من خلال هذه الآليات الثلاث، والنشاط الإبداعي لشركة ما. وهذه من مزايا النموذج المُقتَرَح.

٥- دور كفاءة، وسيولة، والبنية التحتية للسوق المالي:

يمكن لسوقٍ كفوءٍ لعب دور هام في حوكمة شركة ما وتحسين قيمتها من خلال دمج المعلومات المتاحة بأسعار الأسهم. تُمكِّن كفاءة السوق من قدرة الشركات على رفع ائتمانها بسهولة لأنها تخفف من مشكلة تناقض المعلومات والمخاطرة الأخلاقية في السوق، وتجعلها أكثر استقراراً وبعداً عن الأزمات (Stoyan Tenev and Chunlin Zhang with Loup Brefort, 2002, p: 110).

وتشهد الأسواق أنواعاً مختلفة من الكفاءة. تتضمن هذه الأنواع كفاء التخصيص، والديناميكية، وكفاءة المعلومات. بحيث يمكن تحقيق كفاءة تخصيص الموارد من خلال استخدام الموارد الأكثر إنتاجية في عمليات الإنتاج؛ وتحقيق الكفاءة الديناميكية من خلال تخفيض التكلفة وتحسين إنتاجية

الشركة؛ أخيراً، يمكن الوصول إلى كفاءة المعلومات عن طريق دمج المعلومات العامة والخاصة في أسعار الأسهم (Kashif Rashid, 2008, p: 24).

يمكن ربط رواتب الإدارة بأداء الشركة في سوق متقدم لتحسين قيمة الشركة، كون هذه الأسواق أكثر كفاءة، ومعلوماتها المالية أكثر شفافية. على النقيض، قد لا يكون من المفيد ربط رواتب وحوافز الإدارة بأسعار الأسهم على اعتبار أن مساهمي الأغلبية يؤثِّرون على الماليين في الشركات للتلاعب من أجلهم في الأسواق الناشئة أو التي مازالت في طور النشوء.

ويشير (Attiya Y. Javed and Robina Iqbal, 2007, p: 11) إلى أن لطول فترة إدراج الشركة في السوق أثراً على تحسين ممارسات الحوكمة الجيدة؛ فكلما زادت فترة الإدراج في السوق، زادت فرص اطلاع المستثمرين على استراتيجية الشركة الاستثمارية وأدائها المالي وتقل فرص حدوث تضارب في المعلومات، ما يحدُّ من قدرة الشركة على فرض ممارسات ضعيفة للحوكمة.

٥-١ التعقُّد الصناعي:

يعتبر تعقُّد الصناعة عنصراً هاماً لنطاق المخاطرة الأخلاقية والذهنية. ويُعَبَّر عنه بعدد الصناعات التي تديرها الشركة. توحَّد الشركات متعدِّدة الصناعات عمليات متنوعة. بحيث يمكن أن تقود مشاكل المعلومات المُجَمَّعة الناجمة إلى تضاربات جوهرية في المعلومات داخل الشركة، أو بين المستثمرين الداخليين والخارجيين من خلال كتمان أنشطة وسطاء المعلومات. وقد يكون تخصيص رأس المال غير كفوء في مثل هذه الشركات أيضاً، وقد يكون مستوى تركيز المدراء التنفيذيين الرئيسيين CEOs منخفضاً لمثل هذه الشركات المتنوعة. وعلى الرغم من تَطَلُّب معايير التقرير المالي الإفصاح عن البيانات القطاعية، فقد تعاني هذه المعلومات من ضعف دقة تحديد وتعريف القطاعات، وتخصيص التكاليف، ومشاكل نقل الأرباح و/أو التسعير فيما بين القطاعات المختلفة. بحيث يكون من المُتَوَقَّع وجود تعارض أكبر في المصالح في الشركات التي تكون مُعَقَّدَة صناعياً (Aiyesha Dey 2008, p: 1160).

الفصل الثالث: ممارسات الحوكمة وأثرها على الإفصاح والأداء المالي والمحاسبي

المبحث الأول: بعض معالم ومشاكل حوكمة الشركات إثر سقوط إنرون والدروس المستفادة:

نجمت عدة مشاكل حوكمية من حطام إنرون. فقد كانت الصلاحيات غير المقيدة في يد المدير التنفيذي الرئيس مشكلة واضحة ميّزت إدارة إنرون. ولم يكن وقتها الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيس أمراً شائعاً في الولايات المتحدة الأمريكية، رغم بداية التغير بعدها. هذه التقنية كانت ناجحة جداً في بريطانيا كوسيلة لتحسين فعالية مجالس إدارة الشركات، وسيكون تطبيقها في الـ USA نافعاً للشركات وبشكل خاص لحملة الأسهم الأمريكيين! وقد عزَّز تقرير Higgs (٢٠٠٣) صلة هذا المشروع بحوكمة الشركات في الـUK. كما كانت وظيفة أعضاء مجلس الإداراة غير التنفيذيين ضعيفة في إنرون، كونها لم تكشف الأنشطة المحاسبية الاحتيالية من خلال وظيفة مراجعتهم الداخلية. فعلاً، فشلت لجنة المراجعة الداخلية في وضع سياسة لمراجعيها بشكل كامل. حيث برزت هنالك تضاربات هامة في المصالح لأشخاص بما فيهم أعضاء من لجنة المراجعة الداخلية في إنرون. مثلاً، كانت Wendy Gramm رئيسة لجنة المراجعة في إنرون، وتلقَّى زوجها السيناتور Phil Gramm تبرعات هامة لحملته السياسية من إنرون. كما كان Lord Wakeham عضواً في لجنة المراجعة ولديه بنفس الوقت عقد استشاري مع إنرون. يُظهِر هذا أن الأشخاص في المناصب التي يُفتَرَض من خلالها أن يكتشفوا الأنشطة غير الأخلاقية، لم يتمتعوا بالاستقلالية.

وهنالك الكثير من الشروحات للنشاط غير الأخلاقي داخل تنظيم إنرون استمر بالظهور تباعاً بعد سقوطها. مثلاً، بدا واضحاً في أيار ٢٠٠٢ من الوثائق التي حرَّرتها لجنة تنظيم الطاقة الفدرالية بأن تُجار الطاقة التابعين لإنرون طَوَّروا واستخدموا استراتيجيات، أو خِدَع، للتلاعب بالأسواق التي يتم المتاجرة بالكهرباء فيها بكاليفورنيا. إحدى هذه الخِدَع المسماة 'نجمة الموت'، تضمنت ترتيب مبيعات طاقة تسير في اتجاهات متعاكسة، بحيث يمكن لإنرون جمع رسوم مقابل نقل الطاقة في حين أنها لاتفعل ذلك.

لقد كانت حوكمة الشركات في إنرون ضعيفة من كل النواحي تقريباً. وتألَّف مجلس الإدارة من عدد من الأشخاص أبدوا صفات أخلاقية ضعيفة، وكانوا مستعدِّين للقيام بأنشطة لا أخلاقية. كان هذا

جذراً أصلياً لفشل حوكمة الشركة. فكيف يمكن للشركة النجاح على المدى البعيد إن كانت الإدارة العليا فاسدة؟ واتُّهِم الأعضاء غير التنفيذيون بتضارب المصالح، ولم تؤدي لجنة المراجعة الداخلية وظائفها بالرقابة الداخلية وفحص وظيفة المراجعة الخارجية. أكثر من ذلك، فشلت وظيفة المحاسبة والتقرير المالي في الشركة بشكل بائس. وكان كِلا عضوي مجلس الإدارة المالي و المدير التنفيذي الرئيس مستعدَّين لتوليد حسابات مضلِّلة للشركة. وتُفقِد جرائم الشركات المرتكبة من الهيكل الإداري لإنرون المرء رباطة جأشه. فكيف يمكن للشركة الاستمرار طويلاً مع مثل هذه الأنشطة غير الأخلاقية التي يقوم بها أعلى مستوى في الشركة؟ وكيف لم يلاحظ أحد ذلك من قبل؟ ولماذ لم يتم التقرير عن المشاكل حيث تم اكتشافها؟ وكيف أمكن لمراجعي الشركة السماح بالاستهتار بالعدالة إلى هذا الحد؟ فالأسئلة التي طرحتها قصة إنرون أكبر بكثير من الحلول المعروضة.

كُتِبَت الكثير من الكتب حول سقوط إنرون، تسعى لشرح كيف سارت الأحداث بتلك الطريقة. وكما رأينا لاحقاً، ردّت الولايات المتحدة وبريطانيا بشدّة على انهيار إنرون واندفعت حوكمة الشركات إلى مرحلة مركزية، بنتيجة نقاط الضعف في قلب نظام إنرون لحوكمة الشركة. ومن المُؤَمَّل أن تؤدِّي الآثار بعيدة الأمد لحادثة إنرون إلى بيئة حوكمة أنظف وأكثر أخلاقية في كل العالم. فالتحديث المستمر لأدلة ممارسات الحوكمة والمراجعة المنتظمة لفحوصات وتوازنات حوكمة الشركات ضروري لتجنب حالات مشابهة لحالة إنرون.

لايمكن لمنع السلوك غير الأخلاقي ضمن الشركات من خلال وسائل جامدة، تشريعية، وآلية أن يكون بديلاً للمدخل الشخصي العام. وَجَدَ أحد الأبحاث حول مواقف المستثمرين المؤسساتيين والشركات تجاه قضايا الحوكمة أنه ليس من السهل السيطرة على المدراء وأعضاء مجالس الإدارة لناحية السلوك غير الأخلاقي. على سبيل المثال، علَّق أحد ممثلي حوكمة الشركة في مؤسسة استثمارية كبيرة في مدينة لندن بأن: "... إن أراد الناس أن يحتالوا، فلا يوجد ما يردعهم في النظام الحالي – وإن كانون أذكياء كفاية ومحتالين يمكنهم الذهاب بعيداً في احتيالهم لفترات أطول وربما يصبحون أغنياء من خلاله".

من الواضح، يمكن أن تفيد فحوصات وموازنة حوكمة الشركة فقط في اكتشاف، وليس الشفاء من، الممارسات غير الأخلاقية. إن العامل المعقد في مسائل الاحتيال والانحدار الأخلاقي هو الطبيعة غير الملموسة للاحتيال. فمن الصعب التحديد بدقة مالذي يُشَكِّل الاحتيال. هنالك منطقة رمادية

تحيط بما هو 'صحيح وخاطئ'، ماهو 'جيد و سيئ' في السلوك الإنساني. وتساعد بعض التعليقات التي قدمها محامي جرائم تبييض الأموال والقانون المدني الأمريكي السيد Sheldon Zenner، عند الحديث عن محاكمة إنرون في تسليط الضوء على هذه النقطة: " إنها ليست كأشخاص يجلسون حول طاولة ويقولون، ' دعونا ندين المستثمرين بالاحتيال'. إنهم مجموعة من الأشخاص تم سؤالهم للقيام بشيء يخبرهم ضميرهم بأنه خاطئ. كلنا لدينا قدرة فطرية لتبرير سلوكنا وأفعالنا عقلانياً. بالرغم من ذلك، إن أخبرت المستثمر بـX، عندما تعرف أنه في الحقيقة Y، عندها مازلت تقوم بالاحتيال، إن كنت تعتقد أنك متورط بالتآمر أم لا. فإن كان كل هؤلاء الناس يعرفون أنه خطأ، فهو خطأ. فإن أخبرت الناس بأن شيئاً ما هو جيِّد جداً، وهو بالعادة ينبغي أن يكون كذلك، وكأنه أفضل مماهو عليه؛ فذلك احتيال منك.

المبحث الثاني: حوكمة الشركات والإفصاح المحاسبي والأثر على التقرير المالي وإدارة الأرباح

١-الافصاح الحوكمي ومتطلباته:

تبدو بعض الشركات في بعض الدول المتقدمة حوكمياً أكثر التزاماً بأدلة وقواعد الحوكمة منها في الدول ذات الاقتصادات النامية والانتقالية والأسواق الناشئة. بل في بعض الأحيان تسبق ممارساتها الحدود الدنيا الواردة في الأدلة الإرشادية والقواعد التي تفرضها القوانين و/أو أنظمة السوق، بما يسمى "الحوكمة الذاتية".

وتتطلب بعض الأدلة الإرشادية في بعض الأسواق، مثل سوق تورنتو للتبادل في كندا إفصاحات معينة ذات طبيعة حوكمية. ففي عام ١٩٩٤، أوصت لجنة Dey في تقريرها بأنه على الشركات الكندية المدرجة في سوق تورنتو للتبادل تلبية متطلبات إفصاح معينة حول حوكمة الشركات. وكانت هذه التوصية الأساس للأدلة الحالية التي تم وضعها في تشرين ثاني ٢٠٠١ من قبل اللجنة المشتركة حول حوكمة الشركات. تتشكل هذه اللجنة المشتركة من خلال الشراكة بين جمعية المحاسبين المجازين في كندا وسوق تورونتو. وهدف اللجنة مساعدة الشركات الكندية في تعزيز مركزها التنافسي دوليًّاً من خلال تزويدها بأدلة حوكمة إرشادية قوية. ومن خلال اتباع أدلة الحوكمة الشاملة هذه بات لدى المستثمرين في السوق الكندية ثقة أكبر بالقوائم المالية ويمكنهم الاعتماد على دور مجلس الإدارة في خدمة مصالح كل أصحاب المصالح(Stoyan Tenev and Chunlin Zhang with Loup Brefort, 2002, p: 117, 156).

يُحسِّن الافصاح عن أدلة حوكمة الشركة والالتزام بالممارسات الأمثل المتضمِّنة فيها من قيمة وأداء الشركة. وينبغي أن يكون دليل الحوكمة الخاص بكل شركة منشوراً على موقعها الإلكتروني، بحيث يتمكَّن المستثمرون من الاطلاع عليه ومعرفة مدى كفايته وشموليته، وربما تقدمه عن غيره مما لدى باقي الشركات؛ بحيث يمكن الاستفادة من بعض الممارسات الموجودة فيه وإضافتها إلى الممارسات الأمثل. بالنتيجة يشجع وجود مثل هذه الأدلة المنشورة من سمعة الشركة وثقة المستثمرين بها وإعطاء صورة بأن الشركة جِدِّية بتبني أفضل الممارسات الحوكمية.

١- حوكمة الشركة وإدارة الأرباح والمحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية:

يُعتبر الرقم المحاسبي العامل المشترك بين كل الدراسات حول علاقة الحوكمة-بالقيمة. كما يُعتَبَر ذو أهمية إذا كان له ارتباط هام بالقيمة السوقية للأسهم. وتشير الأدبيات حول قيمة الشركة، بأن حملة الأسهم يستخدمون الأرباح المحاسبية في تقدير العوائد المستقبلية للشركة. كما تُستخدم قيمة السهم في السوق كقرينة لتقييم مدى تمثيل أرقام محاسبية معينة للمعلومات المتوفرة بيد المستثمرين (Turki Bugshan, p: 1).

فإذا اعتبر المستثمرون أن الأرباح المُقرَّر عنها وثيقة الصلة بالقيمة ومفيدة في تقدير العوائد المستقبلية، عندها ينبغي ربط عوائد السهم بهذه الأرباح. ومنذ ستينيات القرن الماضي، أثبت عدد كبير من البحوث بأن الأرباح المحاسبية الواردة في التقارير المالية ترتبط بالعائد على السهم.

يجد البحث في العوائد-الأرباح بأن هنالك محدودية في القدرة التفسيرية للأرباح، وتختلف هذه القدرة من شركةٍ إلى أُخرى. وتعود محدودية هذه القدرة التفسيرية للأرباح إلى ثلاثة أسباب: القصور المنهجي، وعدم عقلانية المستثمرين في العديد من الحالات، وانخفاض جودة الأرباح المقرر عنها.

ويهتم الباحثون في علم المحاسبة بالمشكلة العامة للعلاقة بين العوائد على الأسهم والأرباح باستمرار. إذ يقترح While Lev (1989) بأن ضعف التحديد المنهجي أو وجود عدم عقلانية لدى المستثمرين يساهم في إضعاف ملحوظ للعلاقة بين العوائد- والأرباح، وتقدم عدة دراسات دليلاً تطبيقياً تدعم مقولة "بأن انخفاض المحتوى الإعلامي للأرباح المصرح عنها هو المسؤول عن و/أو مساهم جوهري في ضعف هذه العلاقة، بالتالي هو حصيلة لقلّة الثقة برقم الأرباح بسبب تلاعب الإدارة" (Turki Bugshan, p: 2).

باتت الثقة بالأرباح موضع تساؤل عند توفر الحافز لدى المدراء للتلاعب بشكل انتهازي بالأرباح المقرر عنها. حيث يحدد الإطار المفاهيمي المنفعة والموثوقية كخصائص أساسية من خصائص المعلومات المحاسبية المستخدمة في قرارات التقويم في السوق. فإذا أثبتت الدراسات التطبيقية أن الأرباح المحاسبية ذات منفعة ومرتبطة بالقيمة، عندها من المعقول عزو ضعف القدرة التفسيرية للأرباح المحاسبية في تفسير العوائد على الأسهم إلى الثقة المنخفضة برقم الأرباح.

إن مثل هذه التلاعبات تُبدِّل نظرة حملة الأسهم حول موثوقية الأرباح المقرر عنها بسبب الزيادة في مستوى المُكونات غير الدائمة في إجمالي الأرباح. وتُعَرَّف *الأرباح المستمِرَّة* بذلك الجزء من

الأرباح الذي يبدل نظرة المستثمرين حول الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، بالتالي يؤثر على أسعار الأسهم. أما *الأرباح غير الدائمة*، فتُعَرَّف بأنها ذلك الجزء من الأرباح الذي ليس له أية مضامين أو تأثير على الأرباح المستقبلية المُتَوَقَّعة. تُظهِر دراسات تطبيقية سابقة بأن الأرباح غير الدائمة تُقَلِّل من المحتوى الإعلامي للأرباح المحاسبية. ثم من الهام تقويم علاقة العوائد – بالأرباح من خلال تقدير موثوقية الأرباح بشكل تراكمي بالترافق مع منفعتها (Turki Bugshan, 2005, p: 2).

٢-حوكمة الشركات وإدارة الأرباح

إن إدارة الأرباح هي شكل من التلاعب بالأرباح من المُرَجَّح أن يُخفِض من موثوقيتها. ويعرفها Shipper (1989) بأنها " التدخل الهادف بعملية التقرير المالي الخارجي، بقصد الحصول على منفعة خاصة". ويقول Healy and Wahlen (1999) بأن: "إدارة الأرباح تحدث عند استخدام المدراء لحكمهم الشخصي في التقرير المالي وفي إنشاء صفقات لتغيير التقارير المالية إما لتضليل بعض أصحاب المصالح حول أداء الشركة الاقتصادي أو للتأثير على النتائج التعاقدية التي تستند على الأرقام المحاسبية المُصَرَّح عنها" (Turki Bugshan, 2005, p: 3).

فلدى المدراء درجة من المرونة والقدرة على التصرف في التقرير عن أدائهم المالي وقد يستخدمون ذلك إما لإدارة الأرباح بشكل انتهازي، أو لتوصيل معلومات خاصة ذات منفعة وعلاقة بقيمة الشركة وحول أدائها المستقبلي. على كلِّ حال، تجد الكثير من الأدبيات بأن إدارة الأرباح تحدث بِنِيَّة إما تضليل مستخدمي القوائم المالية أو للتحيز في الحصيلة التعاقدية التي تعتمد على الأرباح المحاسبية. كما قدَّمت دراسات حديثة دليلاً حول إدارة أرباح انتهازية لزيادة الدخل عندما يتعلق الأمر بالطرح الأولي للاكتتاب، والطرح الموسمي للاكتتاب، والاستحواذات على الأسهم، ولمقابلة توقعات المحللين بالأرباح، ومقابلة توقعات الإدارة، وتجنب الخسائر وانخفاض الأرباح (Turki Bugshan, 2005, p: 3).

والأمثلة على بعض ترتيبات إدارة الأرباح التي تزيد دخل المدراء، تتضمن: شراء أسهم الإدارة، تعويضات المدراء التنفيذيين، واستئناف قضايا الإفراج عن المستوردات. وَجَدَ هذا الكَمّ من البحوث دليلاً مقنعاً حول وجود إدارة انتهازية للأرباح ضمن إعدادات وترتيبات حيث تتواجد فيها حوافز قوية لإدارة الأرباح (Turki Bugshan, 2005, p: 3).

وتشير الدراسات بأنه من المُرَجَّح أن تُبدي الشركات التي لديها تورط أقل في إدارة الأرباح، أرباحاً محاسبية ثابتة أكثر. يثبت (1996) Cheng et al. وجود هذه العلاقة بين ثبات الأرباح والمحتوى المعلوماتي لها. ووجدوا بأنه كلما كان ثبات الأرباح المحاسبية أقل، كلما قَلَّ محتواها المعلوماتي فيما يتعلق بالتنبوء بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية (Turki Bugshan, 2005, p: 3).

بالتالي، ينبغي أن ترتبط إدارة الأرباح عكسياً مع المحتوى المعلوماتي للأرباح. وتم إثبات ذلك في البحوث التطبيقية ذات العلاقة. فعندما يقوم المدراء بممارسة إدارة للأرباح لأغراض انتهازية، تصبح الأرباح المحاسبية مقياساً أقل موثوقية لأداء الشركة المالي. إذاً كلما قلت الثقة بالأرباح، كلما باتت أقل معلوماتية وفائدة. وعليه، فمن المُبَرَّر استخدام إدارة الأرباح كمؤشر للثقة بالأرباح (Turki Bugshan, 2005, p: 4). لكن ما هو المقياس المستخدم في نماذج الحوكمة وعلاقتها بإدارة الأرباح؟

وَثَّق Richard G. Sloan 1996 بأن الشركات التي تستخدم مستويات أعلى من المستحقات (كقرين لإدارة الأرباح) لديها نوعية وجودة منخفضة من الأرباح (من حيث الاستمرار)، كون المستحقات هي أقل استمرارية من التدفقات النقدية. ووجدت Patricia M. Dechow and Illa D. Dichev 2002 في دراسة في نفس الموضوع، رابطاً بين جودة المستحقات واستمرارية الأرباح، حيث يدل وجود مبالغ كبيرة من المستحقات على نوعية منخفضة واستمرارية أقل للأرباح (Oliver Marnet, 2005, p: 622). وبشكل أكثر تحديداً، وجد هذان الباحثان بأن جودة المستحقات ترتبط عكسياً بالحجم المطلق للمستحقات، وبطول دورة التشغيل، وحدوث الخسارة، والانحراف المعياري للمبيعات، والتدفقات النقدية، والمستحقات، والأرباح، وإيجابياً مع حجم الشركة (Oliver Marnet, 2005, p: 629).

قد يتم تحفيز القيام بإدارة للأرباح رغبة في تحقيق مقاييس ونقاط علاَّم معينة. قدّم Francois Degeorge et al. 1999 دليلاً على التسلسل الهرمي بين ثلاث عتبات للأرباح: (١) تجنب التقرير عن خسائر؛ (٢) التقرير عن زيادات في الأرباح الربعية؛ و(٣) مقابلة توقعات المحللين الماليين حول الأرباح. ودعم Patricia M. Dechow and Douglas J. Skinner 2000 وجهة النظر هذه بمزيد من الحجج.

إذا، يمكن استخدام إجمالي المستحقات (أو كما يسميها البعض التسويات) كقرين لإدارة الأرباح، أو حساب المستحقات غير العادية، وسيعرِض الباحث لكيفية حسابها عند البحث في قنوات تأثير الحوكمة ضمن النموذج المقترح.

٣-تضارب المعلومات:

إن كل ماسبق من التلاعب بالأرقام المحاسبية وإدارة الأرباح، وما يسمى بالمحاسبة الابتكارية، والتأثير على المحتوى الإعلامي للمعلومات الواردة في التقارير المالي يؤدي إلى إحداث تضارب أو اختلاف في المعلومات لدى الأطراف المختلفة التي تستخدم البيانات المالية في اتخاذ قراراتها الاستثمارية؛ ما قد يؤدى إلى اتخاذ بعضهم قرارات غير كفوءة و/أو غير فعَّالة، أو قد يتسبب بخسائر جوهرية لهم. ولا يتوقف الأمر عند مستثمرين بعينهم عند حدوث الأضرار؛ فقد يمتد الضرر إلى باقي المستثمرين لتشمل باقي شركات السوق، وربما باقي الأسواق المجاورة والعالمية فيما يسمى "أثر الموجة".

يشير (Kashif Rashid, 2008, p: 28) إلى أهمية الدور الذي يلعبه تضارب المعلومات في تهديد أداء الشركة في الأسواق المالية الناشئة، وفي إعاقة النمو الاقتصادي فيها. ويدفع الأداء الإداري الضعيف، وعدم كفاءة السوق واختلاف المعايير المحاسبية إلى حدوث تضارب واختلاف في المعلومات.

ففي سوق ناشئ يتبع نظام هجين لحوكمة الشركات. ليس هنالك سوق سيطرة فعال، أو قد لايتواجد أصلاً، وتتركز الملكيات بيد عائلات قليلة تهيمن على شؤون الشركات العائدة لها. ومن الهام الإشارة إلى أساس العلاقة بين الشركة وأصحاب المصالح وحملة الأسهم القائمة على الثقة، على اعتبار ضعف الإطار و/أو الإلزام القانوني والدور الرقابي للسُلُطات المعنية؛ بحيث تزيد هذه العوارض من الخطر نتيجة عدم وجود شبكة تنظيمية متينة في الأسواق الناشئة (Kashif Rashid, 2008, p: 29).

في مثل هذه البيئة، ستكون الموثوقية بالأرباح المحاسبية المعلن عنها أكبر وستكون هذه الأرباح ذات محتوى معلوماتي أكبر عند وضع سلوك المدراء الانتهازي تحت المراقبة باستخدام أنظمة الرقابة. ويبين (Klein (2002) and Peasnell et al. (2000 بأن الرقابة التى تُعزى إلى حوكمة

الشركة تُخفِّض من قدرة الإدارة على التلاعب بالأرباح. حيث يُفترَض أن حوكمة الشركات (كما بين البحث سابقاً) هي نظام يُستَخدَم لتحقيق أهداف الشركة ومراقبة الأداء (OECD 1999). وينبغي أن ترصِف الحوكمة الجيدة أهداف الإدارة مع أهداف حملة الأسهم وتُسهِّل رقابة فعالة، بالتالي تشجيع المدراء على استخدام الموارد بكفاءة أكبر (Turki Bugshan, 2005, p: 4).

وحيث أن للرقابة المنسوبة إلى حوكمة الشركات القدرة على تحسين موثوقية الأرباح المحاسبية، فهي تزيد المحتوى المعلوماتي لها. ومع مساعدتها في رصف مصالح الإدارة مع حملة الأسهم، فهي تعزز الثقة بالمعلومات المالية وتكامل عملية التقرير المالي (Watts and Zimmerman, 1986). على الرغم من أن هدف حوكمة الشركات الرئيسي ليس تحسين أداء الشركة بشكل مباشر، بل حل مشكلات الوكالة من خِلال رصف مصالح الإدارة مع مصالح حملة الأسهم (Maher and Anderson, 2000). بالمقابل يُرَكِّز قسم كبير من أدبيات حوكمة الشركات على علاقة الحوكمة بالأداء بشكل مباشر. وجاءت كثير من النتائج التطبيقية متباينة وغير حاسمة. وتدعم نتائج (Gul Tsui (2001 فعالية حوكمة الشركات كنظام رقابي.

وبافتراض أن إدارة الأرباح تترافق سلبياً مع حوكمة الشركات، وأن حوكمة الشركات تترافق إيجابياً مع تكامل عملية التقرير المالي، فمن المبَّرر عندها استخدام *الحوكمة كقرين لموثوقية الأرباح المحاسبية أيضاً* (Turki Bugshan, 2005, p: 4).

تَفشَل معظم دراسات العائد–الأرباح في التأكيد على موثوقية الأرباح، التي هي خاصية أساسية لتوصيل المعلومات. فإن استطاعت حوكمة الشركات و/أو إدارة الأرباح تحسين القدرة التفسيرية للأرباح المحاسبية، عندها ينبغي أن تدعم النتائج فرضية استخدام المستثمرين لمعلومات أخرى لها علاقة بالقيمة (أي حوكمة الشركات وإدارة الأرباح) في تقدير مدى التعويل على الأرباح المحاسبية (Turki Bugshan, 2005, p: 4).

وبينما هنلك القليل من الأدلة حول كيفية تأثير حوكمة الشركات على المحتوى المعلوماتي، لا تعرض البحوث السابقة تفسيراً نظرياً شاملاً حول الدور الذي تميل إدارة الأرباح إلى لعبه في العلاقة بين حوكمة الشركات– والمحتوى المعلوماتي للأرباح. بالنتيجة فسؤال البحث الرئيسي هنا: "هل تؤثِّر حوكمة الشركات على المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية في وجود إدارة للأرباح؟".

"وما مدى جوهرية العلاقة بين حوكمة الشركات وإدارة الأرباح في الاقتصاديات الانتقالية والأسواق الناشئة؟"

في هذا الموضِع، يمكن اعتبار الهدف الرئيسي للبحث هو دراسة علاقة الحوكمة بالإفصاح المحاسبي في ظل إدارة الأرباح في الاقتصاديات الانتقالية والأسواق الناشئة عموماً، مع دراسة الحالة في سورية.

ويقاس المحتوى الإعلامي للأرباح (ومدى صلة الأرباح بالقيمة) باستخدام مُعامِل استجابة الأرباح في النموذج المقترح. يعتبر مُعامِل تجاوب الأرباح مقياساً لمدى رسملة معلومات الأرباح الجديدة في أسعار الأسهم. وتُقاس إدارة الأرباح باستخدام حجم المستحقات غير العادية مُقدَّرَةً بنموذج Jones (Dechow et al., 1995) المُعَدَّل.

تكشف مراجعة حوكمة الشركات التي عرضها البحث تسع خصائص من المُتَوَقَّع أن تؤثِّر على إدارك حملة الأسهم لموثوقية الأرباح، تبعاً لدورها في تعزيز تكامل عملية التقرير المالي. وتُمثِّل هذه الخصائص التسع ثلاث فئات لحوكمة الشركات: ١) الرقابة المنظماتية، ٢) رصف الحوافز، هيكل الحوكمة (Turki Bugshan, 2005, p:6).

تتضمن الرقابة التنظيمية بحسب (Turki Bugshan, 2005, p: 6) مايلي: تركُّز الملكية، الاعتماد على الدَّين، استقلال مجلس الإدارة، واستقلال وكفاءة لجنة المراجعة. بينما تتضمن فئة رصف الحوافز: مُلكية الإدارة، وملكية مستقلة لأعضاء مجلس الإدارة. أخيراً، تتضمن هيكلية الحوكمة: سيطرة المدير التنفيذي الرئيسي CEO، وحجم مجلس الإدارة. وتُستَخدَم هذه الصفات والخصائص لتقدير أثر حوكمة الشركات على إدارة الأرباح والمحتوى المعلوماتي للأرباح. وهذه المتغيرات كلها يدرسها النموذج المقترح من قبل الباحث.

بناءً على نموذج Ohlson`s (1995)، يتم تعديل التغيُّر في نموذج القيمة، كما طوَّره Easton and Harris (1991)، ليتضَمَّن التفاعل المُفتَرَض بين حوكمة الشركات وإدارة الأرباح. وتم توظيف انحدار Pooled GLS كتقنية رئيسية لتقدير العوامل. ثم يمكن اختبار نموذج العوائد– الأرباح بعد إدخال إدارة الأرباح، وحوكمة الشركات، أوكليهما معاً. عندها يتم فحص هذه العوامل باستخدام اختبار Wald لمعرفة مدى الاختلاف الجوهري لعوامل استجابة الأرباح بعد إدخال

مؤشرات موثوقية الأرباح عن عوامل استجابة الأرباح بغض النظر عن أية افتراضات مسبقة. ويُستخدم نموذج انحدار مباشر لفحص الصلات بين حوكمة الشركات وإدارة الأرباح (Turki Bugshan, 2005, p: 6).

ثم أنه قد يكون من الضروري تطبيق الاحتمالات الشرطية، لفحص العلاقة بين أية تغيرات حوكمية معينة واستجابة معامِلات إدارة الأرباح في النموذج؛ ما قد يُمَكِّن من زيادة القدرة التفسيرية للنموذج. بالنتيجة، يخلص الباحث إلى الفرضيات التالية من المناقشة أعلاه:

فرضية ٥) هنالك علاقة عكسية بين الحوكمة الجيدة وممارسة إدارة الأرباح (مقرونة بمتغير المستحقات غير العادية) في الشركات محل الدراسة. (والفرضيات المتفرعة عنها).

٤-أهم الإفصاحات المطلوبة حول حوكمة الشركة في معايير التقرير المالي:

يتعلق معيار التقرير المالي ٢ (IFRS2) بالمدفوعات على أساس الأسهم والإفصاح عنها، ليس فقط لأعضاء مجلس الإدارة، والمدراء التنفيذيين في الإدارة العليا؛ بل أيضاً للعديد من الموظفين وأطراف أخرى. وهنالك ممارسة لدى بعض الشركات عالمياً بالتحفيز عن طريق إصدار أسهم وخيارات أسهم لسداد مستحقات بعض المُوَرِّدين؛ مثل مُوَرِّدي بعض الخدمات المِهنِيّة[١]. وينص المعيار (IFRS2) في فقرته BC5[٢] على مايلي: "يُسبِّب حذف المصاريف الناجمة عن عمليات المدفوعات على أساس الأسهم للموظفين وغيرِهم تضليلاً اقتصادياً، ويثير هواجس تتعلق **بحوكمة** الشركة لدى المستثمرين وغيرِهم من مستخدِمي القوائم المالية".

يُبرِّر عُضوا مجلس معايير المحاسبة الدولي IASB السيدان Mary E Barth and Philippe Danjou في تصويتهما ضد التعديلات على معيار التقرير المالي رقم ١، ومعيار المحاسبة الدولي رقم ٢٧ حول "تكلفة الاستثمارات في الشركات التابعة، أو ذات السيطرة المشتركة، أو الحليفة" في الفقرة DO5 بأنه لايوجد مانع من أن تقوم الشركة القابضة الأم الجديدة الناجمة عن إعادة الهيكلة من قياس تكلفة استثماراتها في الشركة الأم الأصلية بالقيمة العادلة للأسهم التي

---

[١] تم استخدام كلمة إصدار بمعناها الواسع؛ مثلاً، بحيث تتضمن نقل ملكية الأسهم، وليس فقط إصدار أسهم جديدة. في حال وجود قيود أو شروط على منح الأسهم، يقترح البعض عدم استخدام مصطلح إصدار لحين تحقق تلك تلك القيود أو الشروط.

[2] Extracted from IFRS 2, Basis for Conclusions. © IASC Foundation.

تُصدِرها كجزء من إعادة الهيكلة. خاصة أن العديد من التشريعات، أو قوانين التجارة أو قواعد **الحوكمة** تتطلب من الشركات قياس الأسهم الجديدة المُصدَرة الناتجة عن إعادة الهيكلة بالقيمة العادلة بتاريخ الإصدار [1].

أخيراً، وبعد الانتهاء من الأبعاد الرئيسية لآليات الحوكمة من دور مجلس الإدارة وحملة الأسهم، ولجان المراجعة والمراجعة الخارجية، وأصحاب المصالح، والإفصاح وإدارة الأرباح، يرغب الباحث تأطير دراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة في النموذج المقترح من خلال استعراض القنوات التي يمكن أن يحدث من خلالها التأثير المتبادل بين الحوكمة وقيمة الشركة وأدائها. لذلك سيعرض فيما يلي لهذه القنوات الممكنة.

٥ـقنوات النموذج التي تؤثر فيها الحوكمة على أداء و/أو قيمة الشركات.

تُعتبر الدراسات حول القنوات التي يمكن أن تُؤَثِّر الحوكمة من خلالها على القيمة السوقية لشركة ما، أو على القيمة الكلية لها في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، خاصة تلك التي في طور النشوء، محدودة إلى حدٍّ بعيد.

تتعلق دراسة هذه العلاقة أولاً بربط الحوكمة إلى قيمة الشركة، من جهة. ثم إلى تحديد المعالم الخاصة لسلوكيات الشركة التي تُفَسِّر بشكل معقول صلة الحوكمة – بالقيمة من جهة أخرى. كثير من الدراسات السابقة قامت بالمهمة الأولى، بربط الحوكمة إلى القيمة. عدد آخر قام بالمهمة الثانية، ووجدت ترافقاً بين معالم الحوكمة وسلوك الشركات. لكن قليل منها قام بِكِلا المهمتين، وإن فعلت، فكلّها تعتمد على بيانات الجداول التقاطعية (Bernard S. Black, et al. 2008, p:6).

ذَكَرَ (Klapper and Love (2004) and Mitton (2004 عن وجود ترافق بين مؤشر CLSA للحوكمة وربحية الشركة؛ كما ربطا هذا المؤشِّر إلى القيمة السوقية للشركة.

سيحاول الباحث التركيز على مؤشر الحوكمة المُقترح ومؤشراته الفرعية التي يمكنها التنبوء بقيمة الشركة أو أدائها بشكل أكبر. ويمكن استخدام بعض المؤشرات الفرعية الأخرى (وهي مؤشرات فرعية للحوكمة، ليست ضمن المتغيرات الرقابية المعروفة في النموذج) كمتغيرات رقابية إضافية على هذه العلاقة بشكل جزئي في حال كان هنالك حاجة لها؛ مثل مؤشر إجراءات مجلس الإدارة،

[1] IFRS (Part B: accompanying documents to IAS 27), IAS 27 BC, Dissenting Opinions, © IASC Foundation, p: B941.

وحقوق حملة الأسهم التي قد لايكون لها أثر جوهري مباشر على التنبوء بالقيمة السوقية للسهم (حسب رأي Bernard S. Black et al. 2008, p: 17).

على كل القنوات الرئيسية المقترحة للدراسة هي كما يلي:

٥-١ العمليات مع الأطراف ذات العلاقة:

تعتبر العمليات مع الأطراف ذات العلاقة (RPTs)، التي تُفيْد الداخليين (و/أو المساهمين المسيطِرين Henk Berkman et al. 2008, p: 6) لكنها تستخلص القيمة من الشركة، خطراً رئيسياً للمستثمرين الخارجيين في العديد من بلدان الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، بما فيها سورية. لذلك من الهامّ فحص ما إذا كانت الحوكمة الأفضل تترافق مع مستويات أقل للـ RPTs، أو مع تسعير أفضل لهذه الصفقات؛ بما يقلل من الآثار السلبية على قيمة الشركة(Andrea Melis, 2004, p: 18).

ليس للـRPTs تضمينات واضحة على الكفاءة. ويمكن النظر إليها وكأنها تَكَامُل عمودي جزئي. حيث يمكنها أن تقلل الكفاءة، إن كان إداء الشركة سيكون أفضل عند التعامل مع أطراف أخرى ليست ذات علاقة، لكنها يمكن أن تحسن الكفاءة من خلال تخفيض تكاليف الصفقة وخطر الانتهازية. تعتمد تضمينات نقل الثروة الناتجة عن الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة على الملكية النسبية للداخليين للشركات المُتعاقدة التي تجري معها هذه الصفقات. فإن كان الداخلي يملك نسبة أكبر (أصغر) في الشركة B أكثر من الشركة A، يمكن تَوَقُّع أن تكون الصفقات بين الشركتين مفيدة لـ B (A) على حساب A (B). (Bernard S. Black et al. 2008, p: 17).

الشركات المدرجة في سورية مُطالبة بالإفصاح في قوائمها المالية السنوية عن المبالغ المُحَوَّلة والمستحقة (المدينة والدائنة) للشركات الحليفة، والديون والقروض ومدفوعاتها، والمشتريات والمبيعات للبضائع والخدمات والأصول معها (من وإلى). وغالباً ما يتم الإفصاح عن المبالغ الإجمالية عن العمليات مع الأطراف ذات العلاقة، وهذه يمكن الحصول عليها بسهولة، لكن من الصعوبة الحصول على معلومات أو بيانات حول التسعير، أو حول الصفقات بين ثنائيات معينة

من الشركات ذات العلاقة. لذلك قد لايكون من السهل الوصول إلى معرفة أي من الـ RPTs مع الشركات الأخرى التي يمتلك الداخليون حصَّة أكبر (أصغر)[١].

يُشير (Bernard S. Black et al. 2008, p: 18) في دراستهم إلى أنه ربما بسبب عدم وجود تضمينات واضحة للربحية، لم يجدوا علاقة هامة بين الـRPTs والربحية. وفي الانحدار الأول (من أصل أربعة) الذي استخدموه في تحليلهم، وجدوا مُعَامل سالب جوهري للـ RPTs عند مستوى أهمية ١%، وحصلوا على نتائج مشابهة للمبيعات والمشتريات للأطراف ذات العلاقة كلٍّ منها على حِدَه، أي بشكلٍ منفصل. واستنتجوا أن المستثمرين يعطون تقييماً أخفض للشركات ذات المستويات المرتفعة من قيم الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة، وحتى بعد استخدام الربحية كمتغير مُسيطِر على النموذج.

كما أظهر تحليل الانحدار الثاني الذي استخدمه B. S. Black وزملاؤه، أول قناة رئيسية بالنسبة لهذا المتغير. وجاءت العلاقة السلبية بين مستوى الـRPTs ومقياس Tobin`s Q أضعف في الشركات التي لديها قيمة أكبر لمؤشر الحوكمة. وكان مُعَامِل التفاعل بين مؤشر الحوكمة والـRPTs/total sales موجباً وهاماً. وذكروا أنه في انحدارات أخرى لم ينشروها حصلوا على نفس النتائج الموجبة والهامة هامشياً عند فصل المبيعات والمشتريات كلٍّ على حِدَه.

يمكن أن يتم فحص الـ RPTs بما فيها المشتريات ومبيعات البضائع والسلع. ويُعَبَّر عن متغير الـ RPTs بمجموع المبيعات والمشتريات للأطراف ذات العلاقة مقسوماً على مجموع المبيعات.

٥-٢ نقل الأرباح، الموارد، الثروة Tunneling:

يشير (2000) .Johnson et al إلى مصطلح تجريد الملكية على أنه "نقل الموارد إلى خارج الشركة إلى المساهم المسيطر (الذي قد يكون المدير الأعلى)". (Henk Berkman et al. 2008, p: 2)

[١] يمكن أن يكون الحدّ من أو تخفيض أثرقيمة الصفقات الكبيرة للـ RPTs، مثل الاندماج، أو إصدار أسهم قناة هامة تستطيع أن تُؤَثِّر الحوكمة من خلالها على القيمة السوقية، لكن هذه القناة يصعب قياسها لأن تكرار مثل هذه الصفقات محدود جداً. في بعض الدراسات حول أسواق ناشئة، وجد Bae, Kang and Kim أن هنالك ١٠٧ اندماجاً مع أطراف ذات علاقة على مدى ١٧ سنة (بمعدل ٦ في السنة). بينما وجد Bae, Kang and Lee أن هنالك ٦٠ طرحاً لأسهم على مدى ١٢ سنة (بمعدل ٥ في السنة). ووجدوا عدداً أكبر لطرح سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات مضمونة. على كل في سورية تكرار مثل هذه الصفقات المميزة، قليل الأهمية بما لايؤثر على نتائج النموذج.

وكمثـال علـى نقـل الأربـاح فـي الأسـواق الناشـئة، حصـل Bertrand, Mehta, and Mullainathan 2002 على دليل يتفق مع نقل الأرباح بين الشركات في مجموعات الأعمال الهنديـة. كانـت الفكـرة بقيـاس مـدى اسـتجابة ربحيـة الشـركة للصـدمات التـي تحـدث علـى ربحيـة الصناعة ككل. حيث تقترح الاستجابة المنخفضة أن الداخليين يستخلِصون أرباح كامنة أكثر (أقل) تبعاً لأداء الشركة الجيد (السيِّء). قام (Bernard S. Black et al. 2008, p: 20) بتكييف هذا المدخل لتقدير ما إذا كانت استجابة أرباح الشركة لصدمات الصناعة تعتمد على الحوكمة.

بالنتيجة توصلوا أنه مثلما حدث في قناة الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة، تتفق قناة نقل الأرباح مع مقولة أن الحوكمة تُقَلِّل نقل الثروة من مساهمي الأقلية إلى الداخليين، لكن قد لا ينطوي ذلك على انخفاض في كفاءة عمليات الشركة. ولم يمتلكوا البيانات الكافية لاختبار ما إذا كان نقل الثروة يحدث من الشركات ذات الملكية الأخفض لأحد (أو مجموعة من) الداخليين إلى شركة ذات علاقة لديها ملكية أكبر لهذا الداخلي (أو لهذه المجموعة (Bernard S. Black et al. 2008, p: 22).

أما المقاييس التي يمكن استخدامها هنا كمتغيرات ضمن النموذج هي:

الـربح قبـل الفائـدة والضـريبة والتوزيعـات /الأصـول للصـناعة ككـل EBITDA/assets (حيـث EBITDA هو مجموع الربح المذكور لباقي الشركات في نفس الصناعة)/(مجموع الأصول للشركات الأخرى في نفس الصناعة)؛ أو الربح قبل الفائدة والضريبة/ الأصول EBIT/assets.

الاستثمار:

بأخذ كوريا كمثال عن الأسواق الناشئة، يعتقد البعض أن من الأسباب المرجحة لتعرض كوريا لصدمة قوية إثر الأزمة المالية الآسيوية في عامي ١٩٩٧–١٩٩٨ كان الاستثمار والتوسع من قبل الشركات الكوريـة دون الاهتمـام الكافي بالربحيـة. وجد Shin and Park (1999) أن شركات المجموعـات العائليـة Chaebol اسـتثمرت أكثـر مـن تلـك التـي لاتنتمـي إلـى المجموعـات العائليـة (non-chaebol) خـلال الفترة مـا قبـل الأزمـة، علـى الرغم مـن فُرص النمـو الضـعيفة. كمـا وجد Hong, Lee, 2007 مبالغة بالاستثمار من قبل شركات الـ Chaebol قبل الأزمة، ثم اختفت هذه الاسـتثمارات بعـد الأزمــة. حتـى فـي عـام ٢٠٠٨ كـان هنالـك مبالغـة فـي الاسـتثمار فـي عينـة (Bernard S. Black et al. 2008, p: 22).

وتشير دراسة Black وزملاؤه إلى أن الشركات الكورية حوَّلَت القيمة الدولارية المستثمرة إلى أقلٍّ منها بالقيمة السوقية. وانخفض مؤشر Tobin`sQ مع ازدياد حجم الشركة؛ ما يعني بأنه من المرجح بأن تقوم الشركات الأكبر بمزيد من الاستثمار. وتقترح الأدلة حول المُبالَغة في الاستثمار أن إحدى القنوات التي يمكن أن تعمل الحوكمة من خلالها على التأثير في قيمة الشركة هي الحدّ من الاستثمار المُبَالَغ فيه. وقد تنطوي هذه القناة على زيادة قيمة الشركة، وليس فقط على التخفيف من نقل الثروة إلى الداخليين. والحوكمة الأفضل لاتعني بالضرورة استثمار أقل. كما تؤثِّر هذه القناة على القيمة الكلية للشركة بشكل معقول، وليس فقط على الجزء منها المتعلِّق بمساهمي الأقلية والأكثرية(Bernard S. Black et al. 2008, p: 24).

يمكن استخدام مقياس الربح قبل الفائدة والضريبة / المبيعات (أو الأصول) EBIT/Sales (assets).

٥-٣ نمو المبيعات:

وإن تم الافتراض بأن الشركات ذات الحوكمة الأفضل تستثمر أقل، فهل تنمو هذه الشركات ببطءٍ أكبر؟ وقد يفوت الاستثمار في أصول غير مجدية والتوسع المُبالَغ به إلى عدم قدرة الشركة على دعم مبيعاتها، خاصة في أوقات الأزمات. فالعبرة في الاستثمار المجدي، الذي يأخذ الربحية باعتباره ويضمن نمواً مستداماً لقدرة الشركة على توليد القيمة. وتشير دراسة (Bernard S. Black et al. 2008, p: 24) إلى أن الشركات الكوريّة الداخلة في عينته ذات الحوكمة الأفضل نمت ببطء أكثر؛ وترافق التغير في الحوكمة (من الأسوء إلى الأحسن) بانخفاض في قيمة المبيعات بمقدار حوالي نقطة واحدة.

ويحسب متغير نمو المبيعات بالوسط الهندسي للمبيعات خلال السنوات الخمس أو الثلاث الأخيرة (أو الفترة المتوفرة إن كانت أقل من ذلك).

٥-٤ فُرَص النمو والربحية:

يشير Hutchinson and Gul (2004)، و Bernard S. Black et al. 2008 إلى وجود علاقة ترافق مباشرة سالبة بين فُرَص النمو والربحية، بالنسبة للشركات الأسترالية باستخدام الجداول التقاطعية. وتكون قناة النموذج هنا، بأن الحوكمة، خاصة في الشركات ذات هيكل أفضل لمجلس

الإدارة، تتفاعل إيجابياً مع مؤشر القياس المستخدم Tobin`s Q للتنبوء بالربحية. وتتفق هذه القناة مع قنوات الرسملة ونمو المبيعات بأن الحوكمة الأفضل تتنبأ بوجود قيمة أعلى للشركة، وليس فقط في تقليل استخلاص القيمة لمصلحة المساهمين المُسيطِرين[1]. ويستخدم البعض مقياس الـ MB لقياس فُرَص النمو كذلك (Beng-Soon Chong, 2006, p:14).

٥-٥ الأداء الحالي وهيكل الحوكمة السابق Lagged:

تشير بعض الدراسات إلى أهمية أخذ الأداء السابق والحالي، وحتى المستقبلي، بعين الاعتبار لأغراض بناء النموذج. حيث لم يجد (Bernard S. Black et al. 2008, p: 27) علاقة متزامنة بين مؤشر الحوكمة أو مؤشراته الفرعية وبين الربحية. وفي بيانات غير منشورة لهم، لم يجدوا مثل هذه العلاقة حتى مع وجود البيانات السابقة. على كلِّ حال، وجدوا علاقة بين مؤشر هيكل مجلس الإدارة في الفترة السابقة وبين الربحية. واستنتجوا ما مفاده أن الربحية تحسنت في الفترة t إثر إصلاحات حوكمية معينة (خاصة تلك المتعلقة بمجلس الإدارة) في فترة سابقة. كما لاحظوا أن تحسين استقلال مجلس الإدارة ترافق مع تحسن الربحية.

تدعم نتائجهم تلك التي توصل إليها Black and Kim 2008 من حيث تقديم دليل عن وجود قناة، تعمل من خلال علاقة استقلال المجلس في فترات سابقة مع تحسن الربحية. أي أن هذه القناة تتفق مع مقولة أن استقلال مجلس الإدارة له قدرة تفسيرية لتحسين قيمة الشركة، وليس فقط للتقليل من تحويل القيمة لصالح المساهمين المُسيطِرين. بالنهاية يبقى الدليل على هذه القناة محدوداً، على اعتبار أن هذه القناة لاتظهر بوضوح عند استخدام كامل مؤشر الحوكمة[2].

٥-٦ توزيعات الأرباح:

يستخدم (Bernard S. Black et al. 2008, p: 37) متغير التوزيعات/الأصول ويساوي التوزيعات خلال السنة المالية الحالية مقسومة على الأصول بآخر السنة (القيم المفقودة تعتبر صِفْراً). كما استخدم مقياس التوزيعات/المبيعات (وهو المقياس الذي سيستخدمه هذا البحث)،

[1] استبعد Bernard S Black وزملاؤه ٢٠٠٨ مقياس EBIT/Sales و مقياس EBIT/assets من دراستهم لمتغير فرص النمو وذلك بحجة تداخلهما مع المتغير التابع، وأعطَيَا نتيجة إيجابية مضللة للعلاقة بين الربحية وفرص النمو.
[2] وهذا ربما بسبب ما تناوله هذا البحث عند مناقشة العلاقة التبادلية و/أو التعويضية، النمو الداخلي، التغاير، التزامن، الارتباط المتعدد المتداخل لمتغيرات النموذج المختلفة.

ويساوي التوزيعات خلال السنة المالية الحالية مقسومة على مبيعات نفس السنة (القيم المفقودة تعتبر صِفْراً). ويقدم Black وزملاؤه دليلاً على ترافق مؤشر الحوكمة (المتغير المستقل في نموذج هذا البحث) إيجاباً مع توزيعات الأرباح كمتغير تابع.

وتوصلوا إلى القناة الحوكمية التالية: تتنبأ القيم المرتفعة لمؤشر الحوكمة (خاصة مؤشر الإفصاح الفرعي) بتوزيعات أكبر بالمعدَّل، وبحساسية أكبر للتوزيعات تجاه الربح؛ عند استخدام المتغيرات الرقابية على الربح (مثل: EBIT/sales). ويمكن أن تترافق توزيعات الأرباح مع قيمة أعلى للشركة، وليس فقط لقيمة أسهم الأقلية، إلى حدّ، أدت إلى تحسن ضبط سوق رأس المال لمدراء الشركات ذات الربحية الأعلى (Bernard S. Black et al. 2008, p: 28).

في حين استخدم (Kose John and Anzhela Knyazeva 2006, p: 33) متغيرين أساسيين هما DIV ويساوي التوزيعات النقدية / مقسومة على إجمالي الأصول، و REP معدل إعادة شراء أسهم الشركة العادية والممتازة/ على إجمالي الأصول، ومجموعهما Total=DIV+REP.

ويدَّعيان بأن الشركات تستند إلى التَّعَهُّد المسبق بتوزيع أرباح (قد تكون بشكل نقدي) لتخفيف مشكلة الوكالة الناجمة عن ضَعف الحوكمة. وأن هنالك تمييزاً واضحاً بين التوزيعات وإعادة شراء الأسهم من وجهة نظر الالتزام المسبق. فالمدراء الذين يَحيدون عن سياسة التوزيع المُقرَّرة مسبقاً يُسَبِّبُون تكلفة نتيجة استجابات قوية سلبية من السوق، ما يُعَزِّز دور التعهد المسبق بالتوزيعات. من جهةٍ أخرى، يُعامِل السوق إعادة شراء الأسهم على أنها توزيعات غير منتظمة، وأكثر مرونة بناءً على تقدير وقرار المدراء، ما يجعل إعادة الشراء هذه أقل فعالية في تخفيف مشكلة الوكالة. لذلك، لاتعبر سياسة إعادة شراء الأسهم كافية لوحدها للتخفيف من فشل الحوكمة، ما يدعو الحاجة إلى التعهُّد بوجود توزيعات كجزء من سياسة التوزيع الكُلِّية.

وَجَدَ الباحثان من الناحية التطبيقية، بأن ضَعف الحوكمة يترافق مع مَزِيد من التأكيد على التوزيعات المُتَعَهَّد بها مُسبَقاً ضمن تركيبة إجمالي توزيعات الأرباح. وهنالك احتمال أقل بأن تقوم الشركات ذات الحوكمة الضعيفة باستخدام سياسات إعادة شراء الأسهم لوحدِها، مقابل الاعتماد فقط على التوزيعات النقدية على الطرف النقيض، أو خليط من كِلا سياسَتَي التوزيعات وإعادة الشراء.

الباب الثاني

الدراسة التطبيقية والمسح الميداني للشركات المساهمة في سورية

الفصل الأول: نحو نموذج جديد لقياس الحوكمة في الشركات

المبحث الأول: نماذج القياس ونظم تصنيف الحوكمة والمؤشرات المستخدمة

تمهيد:

باتت المسوحات التي تقيِّم ممارسات حوكمة الشركات، والمنظمات التي تبيع تصنيفات الحوكمة (منها، الدولية لمقاييس الحوكمة GMI، وخدمات حملة الأسهم المؤسساتيين ISS، مركز مسؤولية المستثمر IRC، و(Standard & Poors (S&P أكثر انتشاراً. ويدلُّ النمو في هذه الخدمات على الاهتمام المتزايد بمسائل حوكمة الشركات. وعلى الرغم من أن دقة حساب هذه التصانيف تعود لكل جهة، يبدو أنها ترتكز على استقلال المجلس، وتوَزُّع الملكية، وغيرها من الخصائص الهيكلية البنيوية. بكل الأحوال، ليس لدى كل الباحثين دليل قوي فيما يتعلق بقدرة هذه التصنيفات على التنبوء بسلوك الإدارة أو أداء الشركات في كل الحالات الممكنة (D. F. Larcker et. al., 2004, p:3).

مثلاً، يستخدم بنك (Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA قائمة استقصاء يَملَؤها مُحلِّلُوه، وتتضمن تقييمات نوعية من طرف البنك أو من طرف المشاركين. ويجري المعهد البرازيلي للحوكمة مسحاً كل سنتين، لكن عينته محدودة، وقد تعاني من التحيُّز الاعتيادي ومن نسب الاستجابة الضعيفة لمثل هذه المسوحات. كما قدَّم Durnev and Kim (2003) and Patel et al. (2002) تقريراً حول مؤشر الشفافية والإفصاح الذي يحسبه مؤشر (S&P) بالتطبيق على /٩٨/ سؤالاً ذي إجابة من نوع (٠ أو ١) (Ricardo P. C. Leal and Andre' L. Carvalhal-da-Silva 2005, p:1,55).

إذ يعتبر Durnev and Kim (2003) أن مؤشر (CLSA) غير موضوعي إلى حدٍّ ما، في حين أنهما يعتبران مؤشر (S&P) موضوعي إلى حدٍّ كبير. وينتقد (B. S. Black et al. 2008, p: 6) مؤشر CLSA للحوكمة بأنه يرتكز على مسح عام ٢٠٠١ لمجموعة من المحللين، وعلى

وجهات نظرهم الشخصية إلى حدٍّ كبير، ويتضمن أسئلة تتعلق بنوعية الإدارة أكثر منها الحوكمة (Bernard S. Black, Woochan Kim, Hasung Jang, Kyung-Suh Park 2008, p:6)، مايفسح المجال أمام المحللين لوضع علامات مُبَالَغ فيها للشركات ذات الأداء الأفضل.

كما بنى (2004) Brown and Caylor بطاقة حوكمة للشركات الأمريكية من بيانات خدمات حملة الأسهم المؤسساتيين. بينما استخدم Gompers et al. (2003) and Bebchuck et al. (2004) (Lucian Bebchuck, Alma Cohen and Allen Ferrell 2004, pp: 1, 59) مؤشر حوكمة شركات مبني على أساس الشروط والقواعد التي يتبعها مركز بحوث مسؤولية المستثمرين (IRRC)[١]. أما (2004) Bauer et al. فقد استخدموا تصنيف Deminor مكون من حوالي /٣٠٠/ بند تتعلق بممارسات حوكمة الشركات للشركات المدرجة في مؤشر FTSE Eurotop 300. واستخدم (2003) Black et al. مجموعة فرعية مكونة من /٣٨/ سؤالاً موضوعياً من مأخوذة من مسحٍ أجرته سوق التبادل الكورية، تاركين كل الأسئلة الخاضعة لحكم شخصي خارج دراستهم[٢].

يفضل بعض الباحثين حساب مؤشراتهم الخاصة، مثل (2003) Barontini and Siciliano؛ اللذين عرَّفا عدداً من المتغيرات البدائية أو البسيطة التي تمثِّل خطر تجريد المُلكية المُعتَمِد على وجود حامل أسهم مسيطِر، ونسبة حقوق التصويت لكبار المساهمين الخارجيين، ووجود إما هياكل هرمية أو أسهم ليس لها حق التصويت. ومتغيراتهم هي نسخة مُصَغَّرَة من مؤشر Ricardo P.C. et al (2005) الَّذيْن قدموا عملاً مشابهاً في منهجيته لما قدَّمه كل من La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, and Vishny [SSV] (1998) وَ (2003) Gompers et al، إلاَّ أن (2005) Ricardo P.C. et al. ضمَّنوا فقط المعالِم التي تم تقديرها موضوعياً من قِبَلِهم دون الحاجة لإجراء مقابلات أو مسح للأطراف المهتمّة، ثم حصلوا على سلاسل زمنية قصيرة نسبيَّاً، الأمر الذي لايمكن الحصول عليه عند استخدام المسوحات التي تعتمد على الحكم الشخصي بأثر رجعي[٣]. واعتمدت مصادر بياناتهم على المعلومات المعلنة للعموم مثل، المعلومات الإلزامية التي

---

[١] يبلغ عدد البنود التي تم فحصها /٢٤/ بنداً تتعلق بالدفاعات ضد الاستيلاء، استخدم (2004) Bebchuk et al. فقط /٦/ منها كمؤشر لقياس "تحصُّن الإدارة".

[2] Ricardo P.C. et al. op cit., p: 7.

[3] Ricardo P.C. Leal and Andre L. Carvalhal-da-Silva, op. cit. p:4.

على الشركات تعبئتها لهيئة السوق البرازيلية، والبيانات المالية السنوية والدورية، وبعض مواقع الإنترنيت.

صمم Ricardo P.C. et al. (2005) نموذجهم وفقاً لأدلة ممارسات الحوكمة الأمثل الصادرة عن معهد الحوكمة البرازيلي (IBGC)، إضافة لدليل ممارسات الـOECD. بحيث شكَّلت هذه الأدلة إطار العمل الذي تم انتقاء البنود ليتم قياسها في مؤشرهم. وقرر ريكاردو ورفاقه أخذ عدد من البنود الكافية للإحاطة بالطبيعة المتعددة الخواص لحوكمة الشركات من جهة، لكنها ليست كثيرة بحيث لايمكن جمع بيانات كافية حولها، وتصبح معها عملية الجمع مُكْلِفة ومستهلِكة للوقت.

طوَّر Ricardo وزملاؤه مجموعة من /٢٤/ سؤالاً كمتغيرات بسيطة، بحيث إذا كان الجواب "نعم" على أي سؤال يفسروه على أنه شرط أو تصرُّف ملائم لحامل الأسهم ويأخذ القيمة "١"، بينما تأخذ الأجوبة السلبية القيمة "٠". ويحسب المؤشر بالجمع البسيط للقيم التي يحصل عليها كل سؤال. إلاَّ أنهم لم يعطوا تثقيلاً للأسئلة وفقاً لأثَرها أو أهميتهاَ لأنهم يعتقدون أن ذلك أفضل بحيث يمكن إعادة توليد المؤشر ويكون أقل تحيزاً نتيجة الحكم الشخصي عند التثقيل. على كلٍّ، اتبع العديد من الباحثين الآخرين هذه الطريقة بدءاً من La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, and Vishny [LLSV] (1998) وصولاً إلى Gompers et al (2003)، و Black et al (2003)، و Barontini and Siciliano (2003)، وغيرهم. علماً أن Klapper and Love (2004) استخدما طريقة مشابهة لتكييف مؤشر CLSA في دراستهما.

تجدر الإشار إلى أن Recardo وزملاؤه أخذوا مؤشرات فرعية مُعيَّنة في تركيبة نموذجهم بعين الاعتبار، وأهملوا تلك التي لاتميز كثيراً بين الشركات، أو التي تكون الإجابة عليها متماثلة لكل الشركات. واستخدموا متغيرين منفصلين للسيطرة على نموذجهم حول ما إذا كانت شركة داخلة في عينتهم تنتمي إلى سوق ساوباولو Bovespa للتبادل من المستوى الثاني أو الثالث، أو إلى السوق الجديدة "Novo Mercado" بالمستوى الأول ذي متطلبات الإدراج الأصعب والأفضل (من حيث الإفصاح والسيولة وإصدار نوع واحد للأسهم من حيث حقوق التصويت)، أم لا.

ويدرك الباحثون عند تصميم نماذج لقياس جودة الحوكمة أن هنالك تداخلاً بين آليات السيطرة على مشكلة الوكالة واعتماد بعضها على بعضها الآخر، مثل تركيبة المجالس وأصحاب الحصص الكبيرة. حيث أن ارتباط أي منها مع أداء الشركة قد يكون كاذباً بسبب الأثر المعوض لآلية عن

أخرى لم يتم الانتباه إليها أولحْظها أثناء الدراسة، ويشير إلى ذلك كل من Agrawal and Knoeber (1996)، و(John and Senbet (1998، و(Recardo et al (2005[1].

ركَّز L. Bebchuk et al. 2004 على قواعد الحوكمة التي يراقبها مركز بحوث مسؤولية المستثمر (IRRC) للمهتمين بحوكمة الشركات من باحثين ومستثمرين مؤسساتيين. يعتمد مركز الـ (IRRC) على ٢٤ قاعدة (أي متغيِّر) للحوكمة[2] تبدو بأنها مفيدة للإدارة، لكنها قد تؤذي أو لاتؤذي حملة الأسهم. يشير Bebchuk وزملاؤه إلى أن بحوثاً سابقة أظهرت وجود علاقة بين قواعد وبنود الـ IRRC تراكميَّاً وبين قيمة الشركة. من هذه البحوث، ذلك البحث الهام الذي قام به Gompers, Ishii, and Metrick (GIM) 2003، الذي وجدوا من خلاله ارتباط مؤشر عريض يرتكز على هذه الـ ٢٤ قاعدة، مع إعطاء كل بند وزناً متساوياً، ارتبط سلبياً مع قيمة الشركة مُقَاسة بـ Tobin`s Q، وكذلك مع عوائد المساهمين خلال عقد التسعينات من القرن العشرين. وقد لايكون غريباً، بأن قسماً هاماً من البحوث التي تلته استخدمت هذا المؤشر المُسَمَّى "بمؤشِّر GIM" كمقياس لجودة قواعد حوكمة الشركات (Lucian Bebchuk et al. 2004, p: 1).

وسيناقش البحث بتفصيل أكبر تأثير متغيرات الحوكمة على بعضها البعض عند التعرُّض للنمو الداخلي والتغاير والارتباط المتداخل فيما بينها.

أما فيما يلي، يستعرض البحث لمزيد من نظم التصنيف للتعرف على صفاتها وإمكانية الاستفادة منها عند تصميم نموذج واستبيان البحث.

١ـصفات نظم تصنيف ومراقبة حوكمة الشركات

قد يتساءل البعض لماذا الاهتمام بوضع نماذج لقياس جودة حوكمة الشركات، لكن الجواب بسيط، هو أن هنالك الكثير ممن يطلبون ويعتمدون على المعلومات المتوفرة من هذه النماذج والمؤشرات ونظم التصنيف، إلى أن أصبحت نزعة دولية، وتتوقع إدارات الاستثمار ومؤسسات الإئتمان صدور نتائجها، إضافة إلى أنها مقاييس تجميعية لخطر الاستثمار بشكل أو بآخر، وبالتالي تسهِّل الوصول إلى مصادر التمويل وأسواق رأس المال.

وتتصف نظم تصنيف ومؤشرات الحوكمة الخاصة أو التجارية منها بمايلي:

---

[1] Ricardo P.C. Leal and Andre L. Carvalhal-da-Silva, op. cit. p: 11.

[2] يُشَار إليها "بقواعد الـ IRRC.

- تنظر إلى الشركات من منظور الاستثمار والائتمان،
- موجَّهة للشركات الخاصة المدرجة في أسواق التبادل،
- خليط متنوع من المنهجيات والمقاييس وبطاقات الأداء،
- ويتم المفاضلة فيها بين المقاييس النوعية تجاه الكمية،
- والاعتماد لدى البعض منها على المعلومات المتاحة للعموم مقابل اعتماد البعض الآخر على مصادر بيانات من داخل الشركة،
- وبعض المؤشرات يمكن الاشتراك فيها، على أساس اشتراك سنوي مثلاً، مقابل الانخراط في بعضها الآخر وتمويله.

أما التحديات التي تواجه وضع نموذج قياسي أو مؤشر أو نظام تصنيف لحوكمة الشركات فأهمها:

- المنهجيات المعقدة ومرتفعة التكلفة،
- لا تكون معظم نتائج التقييم أو المسح متاحة للعموم،
- تباين نطاق المؤشرات، أو تباين في مجموعات المؤشرات المستخدمة،
- بالتالي عدم قابلية النتائج للمقارنة والتكامل بين الدراسات المختلفة،
- وبعض المنهجيات ليست معدّة لتكون موجَّهة على أساس مراقبة مستمرَّة،
- والمقارنات بين الدول تستند على أن نموذجاً معيناً هو ملائم للكل،
- لايوجد تقدير لمعايير الـ OECD والمعايير على مستوى البلد.
- كما أن معظم الدراسات تستخدم مجموعة من المؤشرات الملائمة لحوكمة الشركات (التي يسهل جمع البيانات حولها)، بدلاً من تطوير متغيرات حوكمة أكثر شمولية.
- لاتقوم كل الدراسات باختبارات لخصائص القياس كتقديرات الموثوقية والثبات والصحة.
- ليس هنالك وضوحاً حول عدد الأبعاد أو البُنى الممكنة والضرورية لتقديم تقييم شامل لحوكمة الشركات.
- تستخدم بعض المؤشرات لقياس بعض المعالم المُعقَّدة والتي يصعب تعريفها أو المُعرَّفة بشكل ضعيف للحوكمة (مثل، نسبة الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة ولجانه). فللمؤشر الفردي المستخدم على هذه النحو خطأ قياس هام لهيكل الحوكمة محل الاهتمام

(وهو استقلال المجلس) ما قد يجعل مُعامِلات القياس متحيزة في مداخل أو منهجيات مُعيَّنة.

- اختلاف حجوم العينة وخصائص الشركات الداخلة فيها بشكل ملحوظ بناءاً على المتغير التابع المدروس ومصادر البيانات.
- تُركّز مُعظم الدراسات على الأهمية الإحصائية للمؤشرات المُفردة، مقارنة بالقدرة التفسيرية التراكمية للنموذج، من أجل استخلاص خُلاصات حول حوكمة الشركات.
- تتركَّز مُعظم المداخل المستخدمة حول بعض النماذج الخطية، مبتعدةً عن أخذ التفاعلات المعقَّدة بين هياكل الحوكمة وآلياتها بعين الاعتبار (D. F. Larcker et al. 2004, p: 4).

لذلك فمن صفات تصميم النماذج الجيدة لتقييم حوكمة الشركات مايلي (Geoffrey M. Elkind, 2007, p:12):

- أن تكون قابلة للمقارنة إما على فترات متعددة أو بين البلدان،
- أن تكون قابلة للمراقبة المستمرة،
- تضمن مقاييس تتسق مع معايير الـ OECD والمعايير على مستوى البلد،
- أن تضع حدوداً ومعايير أعلى من تلك الحدود الدنيا المطلوبة في القوانين والقواعد،
- تتضمن شرحاً بما يمكِّن المستخدمين النهائِيين من تطبيقها أو تعبئتها،
- تستخدم مقاييس موضوعية، قابلة للتكميم بسهولة،
- تحفز على التزام الطوعي بها و/أو بتعبئتها.

أمَّا بنية بعض التصنيفات والمؤشرات الداخلة فيها فهي كمايلي:

٢-نظم وقوالب التصنيف على مستوى مجلس الإدارة والشركة والقطاع والبلد:

دفع التنوع وتعقيد التقييم والمقارنة بين الاختيارات الاشتثمارية، وما ينشأ عنه من ضياع في الفرص أو سوء توجه القرارات أو ارتفاع التكلفة الرأسمالية، البعض للبحث عن حلول لمواجهة هذا المأزق. وأحد الحلول الشائعة التي يتزايد اللجوء إليها هو باستخدام التقييمات على مستوى مجلس الإدارة، ونظم التصنيف على مستوى الشركة، وقوالب التقييم على مستوى البلد (Catherine L. Kuchta – Helpling, p: 171).

وقد يتضمن التقييم على مستوى مجلس الإدارة المكونات الآتية:

- سياسات وعمليات مجلس الإدارة،
- مسؤوليات وواجبات رئيس المجلس،
- مسؤوليات وواجبات أعضاء مجلس الإدارة،
- وظائف وطريقة عمل اجتماعات مجلس الإدارة،
- إرشادات عن كيفية إنشاء لجان المجلس وكيفية تناول الموضوعات الخاصة بها.

وكي يتم استيعاب الملامح واللوائح والأنظمة المتعلقة بكل سوق من الأسواق المالية تم وضع نظم تصنيف على مستوى الشركة. ويستخرج معظم نظم التصنيف هذه من القواعد أو الإرشادات أو المبادئ المحلية أو الدولية مثل مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي الـ OECD. يجري تجميع المؤشرات المكونة لكل نظام تصنيف عادة في درجة نهائية ضمن نواحٍ معينة لحوكمة الشركات.

يمكن أن يتضمن تصنيف الشركة بعض، إن لم يكن كل، المكونات التالية (Catherine L. Kuchta – Helpling, p: 172):

- مجلس الإدارة وأعضائه،
- هيكل ملكية الشركة،
- حقوق المساهمين،
- حوافز الموظفين التنفيذيين وتعويضاتهم،
- حقوق المساهمين وعلاقاتهم،
- التغييرات المرتبطة بعملية الاستيلاء على الشركة،
- إجراءات المراجعة،
- إجراءات الإفصاح عن المعلومات، ومدى الدقة، والشفافية،
- النصوص الخاصة بحوكمة الشركة،
- مدى الالتزام بمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية،

أما القالب على مستوى البلد، فيمكن أن يتضمن المكونات التالية:

- نظرة شاملة للسوق المالية،
- حماية المساهمين،

- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركة،
- الإفصاح المالي وغير المالي،
- الجهاز الحاكم.

على كل هنالك الكثير من نظم التصنيف على مستوى الشركة، وبالنسبة لمن يرغب في عمل قالب تصنيف يمكن البدء مع المكونات التسعة لماكينزي كبداية جيدة في هذا الصدد، وهي:

إشراف مجلس الإدارة:

١. استخدام لجان مجلس الإدارة،
٢. حجم مجلس الإدارة،
٣. استقلال أعضاء مجلس الإدارة،

حقوق المساهمين:

١. الدفاعات ضد الاستيلاء
٢. الأخطاء حول انعقاد الاجتماع السنوي العام،
٣. شفافية الملكية،

الشفافية:

١. الإفصاح عن المعلومات،
٢. المعايير المحاسبية،
٣. المراجعة.

وهذه المكونات الأساسية يمكن استخدامها مع القوالب الخاصة بكل دولة ومنطقة والتي تتناول التحديات الخاصة لحوكمة الشركات في الاقتصاديات النامية والصاعدة.

ومن أمثلة هذه القوالب المستخدمة مايلي:

مدخل بطاقة الأهداف الألمانية German DVFA CGRI Scorecard categories

يستند هذا المدخل على دليل حوكمة الشركات الألماني (Mervyn King, GCGF, 2005, p: 48)، وتديره لجنة الدليل، ويتم تحديثه سنوياً ليعكس التغيرات التي تحدث على التشريع الألماني، وبناءً عليه فالتصريح السنوي بالالتزام به مطلوب من الشركات. يتضمن هذا المدخل كِلا المعايير

الدولية والمحلية، بحيث يضع معايير أبعد من الحدود الدنيا المطلوبة في القوانين، ويُعتبر كأداة للتقويم الذاتي الطوعي، وفيه خمس فئات لحوكمة الشركات مؤلفة من /٤٠/ سؤال موزعة كمايلي:

فئات البطاقة DVFA	من ٤٠ سؤال
المساهمين واجتماعاتهم العمومية	٥
الإدارة	٩
المجلس الإشرافي	١٧
الشفافية	٦
المحاسبة والمراجعة والتقرير المالي	٣

هذا المدخل بسيط يعتمد على أجوبة "بنعم" أو "لا" مُثَقَّلة على مقياس من (٠ إلى ١٠٠%)؛ بحيث يتتبع ويشير إلى بنود الدليل ذي العلاقة، وهو قابل للتطبيق على الشركات الخاصة المدرجة وغير المدرجة (Geoffrey M. Elkind, 2007, p: 13; Mervyn King, GCGF, 2005, p: 58).

مؤشر S&P

ويتألف من /١٠٠/ مقياس موزعة على أربع فئات كما يلي:

- هيكل وسياسات مجلس الإدارة،
- الشفافية والإفصاح المالي،
- العلاقات مع أصحاب المصالح،
- وهيكل المُلكية.

مؤشر the corporate library

..... اسم الملف المرجع: (Event 17 paper10)
يتضمن الفئات التالية:

٤ فئات موزعة على/> ١١٠٠ مقياس

تعويضات مجلس الإدارة والتخطيط الناجح

ممارسات تعويض المدير التنفيذي الرئيسي

دفاعات الاستيلاء

ممارسات المحاسبة على مستوى المجلس

مؤشر Institutional Shareholder Service (ISS)

٤ فئات موزعة على/> ١١٠٠ مقياس

تركيبة وتعويضات مجلس الإدارة

المستوى التعليمي للعضو

ملكية الأسهم

تعويضات المدراء وأعضاء المجلس

شروط الترخيص وبنود النظام الأساسي

قانون الشركات

عوامل نوعية

مسائل وأمور المراجعة

مؤشر Governance Metrics International

يتضمن الفئات التالية:

٧ فئات لمؤشر GMI تتضمن ٦٠٠ مقياس

مُساءلة مجلس الإدارة

تعويضات المدارء

حقوق المساهمين

مسائل وأمور السمعة والمسؤولية الاجتماعية

الإفصاح المالي والرقابة الداخلية

سوق السيطرة

قاعدة الملكية

مؤشر Deminor Ratings

يتضمن الفئات التالية:

٧ فئات / ٣٠٠ مقياس

هيكل ووظائف مجلس الإدارة

الإفصاح عن حوكمة الشركة

مدى الالتزام بتقديم قيمة لحملة الأسهم

حقوق وواجبات حملة الأسهم

مؤشر China Public Enterprise CGRI Scorecard Categories

تستخدمه لجنة الإدارة والإشراف على الأصول المملوكة للدولة وفقاً لأدلة الحوكمة الصينية، وهو يشبه، كمقياس، المدخل الألماني، إلاّ أن اللجنة تميز عند تطبيقه بين الشركات والمشاريع المملوكة للدولة ١٠٠%، أو أقل من ١٠٠% كما يلي:

- مشاريع مملوكة ١٠٠% للدولة: ٤ فئات /٧٢ سؤال،
- مشاريع مملوكة للدولة بنسبة < ١٠٠%: ٥ فئات ٨٤ سؤال، حسب الجدول التالي[١]:

[1] Geoffrey M. Elkind, Opcit, p: 22.

الفئـــة	مشاريع مملوكة للدولة ١٠٠%	مشاريع مملوكة للدولة بنسبة أقل من ١٠٠%
١- دور مجلس الإدارة	٢٢	٢٢
٢- الشفافية والإفصاح	١٨	١٩
٣- المراجعة	٢٤	٢٠
٤- أصحاب المصالح ومواطَنة الشركات	٨	٨
٥- المعاملة المتساوية لكل حملة الأسهم	---	١٥
مجموع المقاييس (الأسئلة)	٧٢	٨٤

مؤشر Preliminary Egyptian Enterprise Scorecard

يشبه مدخل البطاقة الصيني من حيث أنه مُصمَّم للمشاريع المملوكة للدولة، ويتشارك معه بباقي الخصائص العامة أيضاً، ويضم فئات المقاييس التالية[1]:

الفئات	عدد الأسئلة
١- هياكل وسياسات مجلس الإدارة	١٠
٢- المراجعة	٥
٣- الشفافية والإفصاح المالي	١٠
٤- العلاقات مع أصحاب المصالح	٥
٥- بنود الحوكمة المتعلقة بالمدراء التنفيذيين	١٠
المجموع	٤٠

وفيما يلي ملخَّص عن اسم مُورِّد وتغطية وأساس تكلفة ومدى نقاط وسنة وضع كل منها:

المُورِّد	مجال النقاط	السنة	الفئات	المقاييس	النطاق والتغطية	التكلفة/الفترة
the corporate library	A to F	٢٠٠٠	٤	>1100	(US) ١٧٥٠	لغاية ١٢٠٠$ (التسجيل سنوي)
Institutional Shareholder Service	100 to 0	٢٠٠١	٨	٦١	٧٥٠٠ (US/Intl)	لغاية ١٧٠٠٠$ (التسجيل سنوي)
Governance Metrics International	10 to 1	٢٠٠٢	٧	٦٠٠	(Intl) ١٦٢٥	لغاية ٥٠٠٠٠$ (التسجيل سنوي)
Standard & Poor`s	10 to 1	١٩٩٨	٤	~100	Europe & US	لغاية ٢٠٠٠٠٠$ (بكل مهمة تقدير)
Deminor Ratings	10 to 1	١٩٩٨	٤	٣٠٠	(Europe)+٣٠٠	التكلفة غير مفصح

[1] Ipid, p: 23.

عنها (التسجيل سنوي)

المصدر : Geoffrey M. Elkind, Opcit, p: 7-8.

من التجارب التي يجدر ذكرها في آسيا، مثلاً: قام معهد مديري الشركات في الفلبين بوضع العديد من استبيانات وبطاقات الأداء الخاصة بحوكمة الشركات. فقد صمَّم المعهد استبيانين هامين، أحدهما لمديري المصارف والآخر[1] لأعضاء مجالس إداراتها لتقييم سياسات هذه المصارف وممارساتها المتعلقة بالحوكمة. كما عمل مع الـOECD والمنتدى العالمي لحوكمة الشركات GCGF لوضع بطاقة درجات لحوكمة الشركات للفلبين. أخيراً، يتعاون المعهد مع معاهد مماثلة للمدراء في شرق آسيا لتصميم بطاقات درجات للحوكمة في المنطقة (Catherine L. Kuchta – Helpling, p: 174).

أما في وسط أوروبا، قام معهد Gdansk Institute for Market Economice في بولندا بدعم من الـ CIPE باستخدام ٢١ متغيراً مستقلاً مجمعة في عدة مكونات لترتيب /٩٠/ من الشركات المقيدة في بولندا. حتى أن كلاً من هذه المكونات شكّل مؤشراً فرعياً كما يلي:

- الهيكل، والتكوين، وعمليات المجلس الإشرافي (مؤشر المجلس الإشرافي Supervisory Board Index (SBI)).
- رقابة المجلس الإشرافي على العمليات مع المنشآت التابعة أو التي تملك فيها الشركة نسبة حاكمة (مؤشر العمليات والتعامل الذاتي self–dealing transaction index (STI)).
- تعيين مجلس الإدارة وعملياته (مؤشر مجلس الإدارة Management board index (MBI)).
- عمليات اجتماع الجمعية العامة السنوية للمساهمين، مؤشر الجمعية العامة (GAI).
- الإجراءات المستخدمة لتخفيض عمليات الاستيلاء من طرف ثالث (مؤشر ضد–الاستيلاء ATI.
- السياسات الخاصة بشفافية المعلومات transparency indices (T11).

وبالنسبة لكل متغير

[1] The total CG index (CGI) is thus: $CGI = \alpha BI + \beta STI + \gamma MBI + \delta ATI + \varepsilon BAI + \zeta TI$ (102) where $\alpha,\beta,\gamma,\delta,\varepsilon,\zeta$ – weights that sum up to 1.000.

ويتم الحصول على الدرجة النهائية عن طريق جمع القيم التي تم قياسها بواسطة كل متغير مستقل باستخدام نظام للدرجات من ١٠٠٠ نقطة يتضمن المراتب التالية: -C-/C/C+/B-/B/B+/A A/. وعلى أساس عدد النقاط التي تحصل عليها الشركة يتم تحديد مرتبتها.

٣ـنماذج قياس الحوكمة وقيمة ـ أداء الشركة

على اعتبار أن حوكمة الشركات هي مفهوم واسع، لذلك يعتقد بعض الباحثين بأنه لايمكن ملاحظة ما إذا كان نظام حوكمة معين قوياً أم ضعيفاً ولاقياسهُ بشكل دقيق. لذلك يعتمد الباحثون على قرائن قابلة للملاحظة أو القياس للإشارة إلى جودة نظام حوكمة معين.

دمج K. Rashid 2008 عناصر مختلفة بمدخلٍ جديد لتمثيل نموذج تقويم متعدد العوامل كمايلي:

VC = f (CV, EXTC, INTC, D, E)

حيث:

VC = قيمة الشركة؛

CV = المتغيرات الرقابية؛

EXTC = أدوات الحوكمة الخارجية؛

INTC = أدوات الحوكمة الداخلية؛

D = متغير بسيط؛

E = خطأ القياس.

وهو نموذج عام يبين مدى تأثُّر قيمة الشركة بالمتغيرات المستقلة، التي تتضمن متغيرات الحوكمة الداخلية والخارجية والمتغيرات الرقابية. ثم قام K. Rashid باختبار النموذج على أسواق البلدان المتقدمة والنامية للمقارنة فيما بينها من خلال النماذج الفرعية التالية:

<u>نموذج للسوق المالي المتقدم:</u>

تمثل المعادلة التالية نموذج تقويم للشركات في أسواق البلدان المتقدمة. وتقترح بأنه يمكن أن تتحدد قيمة الشركة من خلال المتغيرات الرقابية وأدوات الحوكمة الداخلية.

Tobin`s Q = f (Log Size, Duality, Gr, Log Mc, Pb, Ac)

حيث:

Tobin`s Q = قرين لقياس قيمة الشركة؛

Log Size = لوغاريثم حجم مجلس الإدارة؛

Duality = ازدواجية شغل نفس الشخص لمنصبي المدير التنفيذي الرئيسي ورئيس مجلس الإدارة؛

Gr = التهيئة (استخدام الرافعة المالية)؛

Log Mc = لوغاريثم رسملة السوق؛

Pb = نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؛

و تركُّز حملة الأسهم (Ac) = تكلفة الوكالة.

نموذج للسوق المالي الناشئ:

وهو كمايلي:

Tobin`s Q = f (Log Size, Ac, Duality, Pb, Rota, Log Mc)

- حيث:
- Tobin`s Q = قرين لقياس قيمة الشركة؛
- Log Size = لوغاريثم حجم مجلس الإدارة؛
- و تركُّز حملة الأسهم (Ac) = تكلفة الوكالة.
- Duality = ازدواجية شغل نفس الشخص لمنصبي المدير التنفيذي الرئيسي ورئيس مجلس الإدارة؛
- Pb = نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؛
- Rota = العائد على إجمالي الأصول؛
- Log Mc = لوغاريثم رسملة السوق؛

وتمثل المعادلة أعلاه نموذج تقييم الشركات في الأسواق الناشئة. وتقترح بإمكانية تحديد قيمة الشركة من خلال المتغيرات المستقلة كالمتغيرات الرقابية وأدوات الحوكمة الداخلية.

نموذج للتحليل التقاطعي في السوق

أما نموذج السوق المتداخل لتقويم الشركات في كِلا الأسواق المالية المتقدمة والناشئة هو كما يلي:

Tobin`s Q = f (Duality, Gr, Log Pro, Pb, Rota, Log Size)

- حيث:
- Tobin`s Q = قرين لقياس قيمة الشركة؛
- Duality = ازدواجية شغل نفس الشخص لمنصبي المدير التنفيذي الرئيسي ورئيس مجلس الإدارة؛
- Gr = التهيئة (استخدام الرافعة المالية)؛
- Log Pro = لوغاريثم الإجراءات المتضمنة في تسوية النزاعات (مؤشر الأنظمة)؛
- و تركُّز حملة الأسهم (Ac) = تكلفة الوكالة.
- Pb = نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؛
- Rota = العائد على إجمالي الأصول؛
- Log Size = لوغاريثم حجم مجلس الإدارة؛

بينما يبين نموذج حوكمة الشركات هذا بأن قيمة الشركة (Tobin`s Q) تعتمد على آلية عمل عوامل الحوكمة الخارجية والمتغيرات الرقابية في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة.

نستنتج من النماذج الثلاثة أعلاه أن نماذج الحوكمة في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة تميل للاعتماد أكثر على آليات الحوكمة الداخلية والمتغيرات الرقابية الأخرى. بالتالي يمكن اختبار صحة ذلك من خلال تطبيق النموذج على سورية لمعرفة أية آليات يتم التركيز عليها أكثر. بالتالي الفرضية التي يمكن وضعها هنا هي كالتالي:

فرضية ١: تميل نماذج الحوكمة المطبقة في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة للاعتماد على آليات الحوكمة الداخلية والمتغيرات الرقابية أكثر من الخارجية.

١-تكامل آليات الحوكمة الداخلية والخارجية أم تبادلها، وأهمية ذلك في بناء النموذج المقترح:

كما بيَّن البحث، يمكن النظر إلى نموذج حوكمة شركات معين كمحفظة من الإجراءات الداخلية والخارجية التي تُبيِّن مشاكل الحوكمة المتعلقة بالشركة.

آليات الحوكمة الداخلية:

مجلس الإدارة، التعويضات، الحوافز والهيكل التنظيمي والإدارة والتفاعل فيما بينها،

آليات الحوكمة الخارجية:

وتتعلق بالملكية والسيطرة، والأسواق، والتقرير المالي والمراجع الخارجي والتفاعل فيما بينها ومع الآليات الداخلية.

تقترح الأدلة التي توصلت إليها بعض الدراسات أن آليات الحوكمة الداخلية والخارجية تعمل كبديل لبعضها البعض. وتشير مزيد من التحليلات بأن الترافق بين الخصائص الداخلية والخارجية للحوكمة هو أقلّ بشكل جوهري بعد إدخال تشريع أو إصلاح حوكمي معين منه قبل الإصلاح. أكثر من ذلك، وَجَدَ (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 1) أن هنالك أرجحية أكبر لتواجد البنود التي تُضعِف الحوكمة الخارجية في الشركات التي تكون زيادة الحوكمة الداخلية فيها أكثر جوهرية. يدفع ذلك للتساؤل حول تَبِعَات تشريعات حوكمة معينة.

الميَّزة التي يمكن أن يقدّمها الداخليون في حال الرغبة الصادقة بتصميم نموذج لحوكمة الشركة هو امتلاكهم للمعرفة بتفاصيل وخصائص مشاكل الحوكمة التي قد تعاني منها الشركة، مايمنحهم قدرة أفضل على الاختيار بين البدائل المتاحة لبناء النموذج الأمثل. ويدفع اختلاف مشاكل الحوكمة الكامنة وتوَفُّر البدائل حولها بين الشركات، للبحث في الفروقات البينية على مستوى الشركة وبين الشركات بشأن محفظة الحلول من إجراءات الحوكمة (متغيرات النموذج الأنجع).

وقد يكون لتصنيف متغيرات الحوكمة بين داخلية وخارجية من الناحية العملية (وإن لم يكن هذا التصنيف هو الأفضل) دوراً في تشجيع (أو عدم تشجيع) مشاركة أصحاب المصالح النشطين في

عملية الحوكمة / والإدارة. إذ تُبَيِّن الحوكمة الخارجية دور إشراف حملة الأسهم، ولذلك، فهي تشمل سوق السيطرة على الشركات، المعروف بأنه آلية حوكمة فعالة. وتتضمن خصائص الحوكمة الخارجية، على سبيل المثال، القيود القانونية التي تفرضها تشريعات الدولة، والبنود التعاقدية الموجودة في في نظام الشركة الأساسي أو القانون الداخلي.

بالمقابل، تهتم الآليات الداخلية بالتفاعل بين الداخليين في الشركة، خاصة، الإدارة، وأعضاء المجلس والموظفين. وقد يكون التركيز على مجلس الإدارة أكثر من غيره بالنسبة للآليات الداخلية مُبرَّراً في هذا البحث نتيجة انتشار استخدام استقلال المجلس كمؤشر لكفاءة نظام الحوكمة في الأدبيات (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 2).

لكن التفاعل بين الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة غير واضح بعد، وربما لم تقم الكثير من الأبحاث بدراسته. فإن تبنَّى المدراء إجراءات داخلية معينة استجابةً لمطالب الخارجيين بضرورة وجود حوكمة داخلية قوية، عندها يمكن توقُّع تكامل الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة؛ من حيث أن هنالك حوافز للداخليين تدفعهم للتجاوب مع مطالب الخارجيين للتعويل على تطبيق نظام حوكمة قوي. وإن حدث هذا، يمكن توقُّع أن هنالك تبايناً بين أنظمة حوكمة الداخليين والخارجيين بشكل مباشر (بنفس الاتجاه).

من جهة أخرى، إذا كانت آليات الحوكمة الداخلية والخارجية هي طُرُق بديلة للوصول إلى أهداف الحوكمة المرغوبة، عندها يمكن تَوَقُّع أن متغيرات هذه الآليات ستتصرف كبدائل، أي يُتَوَقَّع أن تتباين قوة الحوكمة الداخلية والخارجية عكسياً (باتجاه متعاكس).

لذلك، لفهم منافع وتكلفة خليط آليات حوكمة معينة ودرجة تأثير هذه المنافع والتكاليف على تفاعل الآليات، يمكن دراسة ما إذا كانت ستتصرف بشكل متكامل أم بديل. على كل حال، تشير الدراسات التطبيقية بأن آليات الحوكمة الداخلية والخارجية تعمل بشكل بديل، مالم يحدث تدخُّل تشريعي أو تنظيمي خارجي معين (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 3).

وكما ذكر البحث في موضع آخر، يُفترض في نموذج التوازن أن يكون هنالك توازن بين التكاليف المباشرة وغير المباشرة لنظام الحوكمة والمنافع المُتأتِّية منه عموماً، ومن ممارسات وآليات حوكمة مفردة معينة. لذلك يمكن أن يَفرِض التدخل ممارسات وآليات قد تكون غير ضرورية أو حتى قد

تنطوي على خلل وظيفي أو قد تضاعف مستوى الإشراف المُتحقق من خلال نظام الحوكمة السائد قبل التدخل. لذلك، إذا كان إلزام إجراءات أو سياسات الحوكمة من خلال القوانين ليس جزءاً من سياق أو ترتيبات الحوكمة في الشركة قبل إدخال التشريع الجديد، وإن كان استبدال النظام المعمول به قبل التشريع مُكلِفاً، عندها قد تتشوَّه الترافقات العملية بين ممارسات الحوكمة بشكل جوهري. يقترح بحث (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 4) بأن تشريعات الحوكمة الأخيرة نقلت الشركات بعيداً عن التداؤبات والترافقات التي كانت سائدة بين آليات الحوكمة الداخلية والخارجية قبل إدخالها. بالتحديد، وجدا بأن الارتباطات بين ممارسات الحوكمة الداخلية والخارجية قد تبدَّدت خلال الأعوام من ١٩٩٧ لغاية ٢٠٠٥ من النشاط الفدرالي غير العادي في أمريكا للتعامل مع الادعاءات بفشل ممارسات حوكمة الشركات.

أما عند النظر إلى الترافقات بين تغيرات الحوكمة الداخلية والخارجية خلال فترة التشريع، فإذا تم تبني الافتراض بأن آليات الحوكمة الداخلية والخارجية تعمل كبدائل وليس كمكمِّلة لبعضها البعض، عندها سيكون لدى الشركات التي تُعتبَر تغيرات الحوكمة الداخلية جوهرية بالنسبة لها حوافز لتطبيق بنود نظام الشركة الأساسي التي تقلِّل بوضوح من حقوق حملة الأسهم. ويشير تحليل (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 4) إلى أن أرجحية تطبيق الشركات لمثل تلك البنود تتباين تبعاً لتغيرات الحوكمة الداخلية بشكل مباشر خلال فترة إدخال التشريع. يقترح مثل هذا الدليل خاصية حيث تُخَفِّف البنود التي تُحَصِّن الإدارة من العواقب السلبية للاستثمار الزائد في حوكمة الشركات المفترضة حسب العملية التشريعية.

هنالك أربعة ملامح تُميِّز الدراسة في هذا الموضع: أولاً، يمكن أن تُقَدِّم النتائج المستخلصة سياقاً لتفسير نتائج دراسات سابقة تُرَكِّز على آليات الحوكمة كلٍّ على حِدَه نموذجياً. بشكل خاص، يتبنَّى هذا البحث إطاراً أكثر شمولاً يضم كِلا آليات الحوكمة الداخلية والخارجية ويُسَلِّط الضوء على التغاير المتداخل في حوكمة شركات مُعَيَّنة. لذلك، لم يتم اعتبار إجراءات الحوكمة معزولة عن بعضها البعض.

ثانياً، تِبيان الارتباطات بين مقاييس خصائص الحوكمة الداخلية تجاه الخارجية قبل إدخال تشريع مُعَيَّن التي قد تدعم مقولة أن كِلا ممارسات الحوكمة هي بدائل لبعضها البعض في غياب التدخل التشريعي. التضمينات هنا هي: الحوكمة الداخلية والخارجية هي أدوات بديلة لتحقيق أهداف

الحوكمة وأن المُشارِكين من الشركات يتعاونون معاً للوصول إلى محفظة إجراءات رقابية تُقَلِّل تكاليف الحوكمة المرافقة المباشرة وغير المباشرة.

ثالثاً، يقترح التحليل هنا تفسيراً ممكناً حول موافقة حملة الأسهم على مقترحات الإدارة. خاصة، إن كان دور الحوكمة هو تقييد سلوك الإدارة، وإن كانت إجراءات الحوكمة الداخلية المفروضة عبر التشريعات تُقيِّد الإدارة بدلاً من تحفيزها لتعظيم قيمة الشركة، عندها، من جهة أولى، سيكون لدى المدراء حافزاً لاقتراح بنود للنظام الأساسي تحدّ من تدخُّل حملة الأسهم في عملية الإدارة، ولحملة الأسهم حوافز للموافقة من جهة أخرى. تدعم نتائج (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 5) التفسير الذي يقول بأن تطبيق مثل هذه البنود يتباين مع تزايد الحوكمة الداخلية خلال فترة التشريع بشكل مباشر.

أخيراً، لهذا التحليل تضمينات عند وضع السياسات العامة للشركات تجاه الجمهور. لشرح ذلك، تم توثيق دليل في دراسة (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 5) يثير تساؤلات حول كفاءة سياسة تدرُّجية واسعة النطاق للحوكمة على مستوى الاقتصاد ككل، لا تأخذ باعتبارها سوى أبعاد قليلة لحوكمة الشركات، ولا تُبَيِّن بيئة الحوكمة الداخلية والخارجية بشكل شامل ولا تأخذ الفروقات التقاطعية فيما بينها في سياق العواقب على الحوكمة وتشريعاتها. لذلك قد يكون من الهام أن يُسلِّط البحث الضوء على كيفية وتوقيت إجراء إصلاحات حوكمة معينة.

الدافع وراء الآليات المقترحة في نموذج البحث:

أ) إطار العمل:

تتعلق الحوكمة الخارجية بالتفاعل بين أصحاب المصالح (بالمفهوم الحديث للحوكمة الذي يوسع الآليات الخارجية لتشمل دور كافة أصحاب المصالح وليس فقط حملة الأسهم) ومدراء الشركة وأعضاء مجلس الإدارة، وبالمركز التفاوضي لأصحاب المصالح كأطراف فاعلة. يمكن وصف خصائص الحوكمة الخارجية في ضوء معالم الشركة أو بيئتها التي تحدد تكاليف حوكمة أصحاب المصالح الخارجيين – كالدائنين، وحملة الأسهم الخارجيين (الأجانب) – للتدخل في مشاورات وتصرفات الداخليين في الشركة (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 6). في حين قد يكون من الملائم أحياناً وصف الحوكمة الخارجية في ضوء تكلفة استيلاء حامل

الأسهم، يقدم هذا البحث إطاراً أوسع يشمل صيغ أقل تطرفاً لتدخل أو مشاركة الخارجيين في عملية الإدارة.

يعتبر (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 7) بأن المؤشرات أو المتغيرات التي يمكن لحظها بالنسبة للحوكمة الخارجية هي المتطلبات القانونية أو التعاقدية التي تثبط المشاركة النشطة لأصحاب المصالح في قرارات أو أولويات داخليي الشركة. فإن كانت هذه المتطلبات بشكل تكون فيه تكاليف مشاركة صاحب مصلحة خارجي مرتفعة نسبياً، عندها ستكون الحوكمة الخارجية ضعيفة. في مثل هذه الحالات، يمكن للمدراء أو أعضاء مجلس الإدراة المتحصِّنين نقل الثروة من الخارجيين إلى الداخليين. على سبيل المثال، يمكن للمدراء المتحصِّنين تصميم خطط تعويض لاطائل منها (وتنطوي على خلل وظيفي) أو مبالَغ بها، أو اتباع فُرَص استثمار تُقَدِّم مصلحتهم الشخصية على مصالح حملة الأسهم وقد تتناقض معها. من جهةٍ أخرى، إن كانت تكاليف مشاركة أصحاب المصالح منخفضة، عندها تكون الحوكمة الخارجية قوية وسيضبط تهديد تدخُّل أصحاب المصالح الخارجيين كِلا المدراء وأعضاء مجلس الإدارة.

أخيراً، لتسهيل المناقشة، يمكن افتراض أن معالم الحوكمة الخارجية مُكلِفة لتعديلها أو الالتفاف عليها في المدى القصير، لذلك، سيتم اعتبار الحوكمة الخارجية كمتغيرات خارجية خلال فترة الدراسة.

بالمقابل، تهتم الحوكمة الداخلية بالتفاعلات بين داخليي الشركة، بالتحديد، بين إدارة الشركة وأعضاء مجلس إدارتها. ويمكن افتراض أن مجلساً نشيطاً، لديه معلومات كافية، ومستقل بإمكانه مراقبة وتقييد – أو على الأقل – عدم تشجيع المدراء على تحصين أنفسهم على حساب الخارجيين. وغالباً ماتكون آليات الحوكمة الداخلية موضع للتشريعات بشكل متكرر لتعزيز حوكمة الشركة. لشرح هذه الفكرة، مثلاً، تتطلب قواعد الحوكمة وجود لجنة مراجعة تتألف من أعضاء خارجيين، وأن تتضمن أشخاص ذوي خبرة مالية.

المَعْلَم الهام لهذا الإطار هو أن آثار إجراءات أو آليات حوكمة معينة لايمكن أن تعتبر على أنها منعزلة. يعني أن كلاً من الإجراءات أو الآليات هي ذات صلة فقط تبعاً لمدى تفاعلها مع محفظة باقي الإجراءات أو الآليات لتوليد نظام حوكمة معين. لذلك، لا تتحدد فعالية نظام حوكمة شركات فقط بخصائص حوكمة داخلية أو خارجية معينة، بل بكيفية جمعها وتفاعلها.

المعلم الهام الآخر لهذا الإطار هو إدراك منافع وتكاليف فرض آليات وإجراءات حوكمة معينة. فمن منظور المدراء والمستثمرين، تتضمن منافع الحوكمة القوية للشركات مزيداً من الشفافية المالية، والرقابة والتأكيد على أن سلوك الإدارة تتفق مع مصالح المستثمر. تحتاج مثل هذه المنافع للتوازن مع تكاليفها المباشرة وغير المباشرة المقابِلة لفرض إجراءات الحوكمة. تتضمن تكاليف الحوكمة المباشرة تكاليف المراقبة والسندات Bonding؛ بينما تتضمن التكاليف غير المباشرة تكاليف الفرصة البديلة لتقييد أو الحد من تصرفات وقرارات معينة للمدير. ومن الملاحظ أن المفاضلة بين المنفعة والتكلفة تتباين بشكل كبير تبعاً لخصائص الشركة. مثلاً: من المُرَجَّح أن تعتمد تكلفة المنافع الرأسمالية التي تستحق نتيجة زيادة الشفافية والمُساءَلة على التكرار المُتَوَقَّع لقدرة الشركة على الولوج إلى أسواق رأس المال. بشكل مشابه، يمكن أن تعتمد تكلفة الفرصة البديلة لتقييد عملية اتخاذ القرار من قِبَل الإدارة على خصائص مجموعة فرص الاستثمار الخاصة بالشركة (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 8).

لذلك ينبغي أن يأخذ أي نموذج لدراسة متغيرات حوكمة شركة ما، خصائص تلك الشركة بعين الاعتبار، وهو ما سيقوم به هذا البحث بتضمين خصائص الشركة ضمن معادلة النموذج المقترح.

أخيراً، يمكن ملاحظة أن هذا الإطار للحوكمة هو أكثر شمولية مما تقدم في العديد من الدراسات السابقة لنماذج حوكمة الشركات. بشكل خاص، تبحث كثير من الدراسات السابقة في خاصية أو مجموعة صغيرة من خصائص الحوكمة دون أخذ التفاعلات المكملة أو المُعَوِّضة بين صفاتها الداخلية والخارجية بعين الاعتبار. بشكل مشابه، يفترض صانعو السياسات بأن نموذجاً واحداً يناسب الكل دون اعتبار لملاءمة ممارسات حوكمة معينة مُقترَحة لإجراءات الحوكمة المُطَبَّقة و/أو إدراك لمدى تباين تكاليف ومنافع إجراءات حوكمة إلزامية تبعاً لخصائص الشركات.

ب) الترافق بين متغيرات الحوكمة الداخلية والخارجية في النموذج:

تصف خاصيتان متنافستان الترافقات بين المكونات الداخلية والخارجية لنظام الحوكمة بشكل جوهري. كِلاهما يفترضان بأن الشركات تُشَكِّل نُظُم الحوكمة الخاصة بها تِبعاً لظروفها الفريدة. أكثر من ذلك، تَفترض كِلتا الخاصيتان بأن الشركات تقبل نظام الحوكمة الخارجي على أنه ذو منشأ خارجي exogenous، ثم تبدأ بتطبيق إجراءات الحوكمة الداخلية التي تكمل نظاماً كلياً يقلل من مجموع تكاليف الحوكمة المباشرة وغير المباشرة.

تنص الخاصية الأولى بأن الحوكمة الخارجية القوية تُشَجِّع المدراء على تطبيق نظم حوكمة داخلية قوية. بتحديدٍ أكثر، أي إن كان هنالك تهديد هام (معوَّل عليه) لتدخُّل مستثمر ما، عندها، للعمل على عدم تشجيع الخارجيين على التحدي، يُطبق المدراء وأعضاء مجلس الإدارة إجراءات حوكمة داخلية تُثبت ضمان أن تأتي التصرفات مُتَّسقة مع مصالح حامل السهم. من جهة أخرى، إن كان تدخُّل المستثمر مُكلِف بحيث لا يتمكن أصحاب المصالح من مراكمة تحدٍّ فعال، عندها لن يكون هنالك حوافز لدى الداخليين – المدراء وأعضاء المجلس – المتحصّنين لبناء إجراءات وآليات حوكمة داخلية قوية (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 9). يقترح هذا الافتراض السببي أن آليات الحوكمة ترتبط *إيجابياً* بحيث أن الحوكمة الخارجية القوية (الضعيفة) تحفِّز حوكمة داخلية قوية (ضعيفة).

تفترض الخاصية الثانية بأن الداخليين والخارجيين سيتعاونون لتشكيل محفظة من إجراءات وآليات الحوكمة التي تقلل مجموع تكلفة الرقابة والوكالة. إن كانت تكاليف الحوكمة الداخلية والخارجية تعويضية، عندها يوازن الخليط الأمثل لآليات الحوكمة الداخلية والخارجية تكاليف الوكالة المحتملة لتفرُّد الداخليين بالقرار تجاه تكاليف تقييد سلوك الإدارة. بتحديدٍ أكثر، تخفِّض الحوكمة الخارجية القوية من صافي المنفعة المتأتية من – ولذلك، من الحافز لتطبيق إجراءات حوكمة داخلية تقيِّد قرارات وتصرفات الإدارة بطرق فيها خلل وظيفي بشكل جوهري. من جهةٍ أخرى، إن لم يكن تهديد مشاركة حامل الأسهم غير مُعَوَّل عليه – أي، إن لم تكن تكاليف مشاركة حامل الأسهم مرتفعة، بحيث أن نظام الحوكمة الخارجي ضعيف – عندها يكون صافي المنفعة من تطبيق إجراءات حوكمة داخلية قوية أكبر. بشكل أكثر تحديدٍ، يلتزم المدراء فيمثل هذه الظروف بإجراءات داخلية قوية تُسَهِّل الوصول إلى أسواق رأس المال وتقلل من تكلفة التمويل (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 10). يقترح هذا المنظور ارتباطاً *سالباً* بين آليات الحوكمة الداخلية والخارجية.

الفرضية التي يمكن استخلاصها هنا لمعرفة هيمنة أي من خصائص الحوكمة على الأخرى هي:
فرضية ٩أ) المتغيرات الداخلية والخارجية لنموذج الحوكمة غير مُرتَبِطة ببعضها البعض.

إن رفض الفرضية السابقة لصالح وجود ارتباط موجب بين متغيرات الحوكمة الداخلية والخارجية يدعم الخاصية الأولى التي تحدث عنها البحث أعلاه. وهي أن الترافق الإيجابي يقترح بأن تهديد التدخل الخارجي يحث على وجود حوكمة داخلية قوية. من جهة أخرى تتفق الترافقات السلبية بين متغيرات الحوكمة الداخلية والخارجية مع الخاصية الثانية حيث تكون الحوكمة الداخلية والخارجية تعويضية أي تبادلية.

جـ) أثر التدخُّل التشريعي الخارجي في إجراءات الحوكمة:

هنا ستتم مناقشة كيف تؤثِّر جهود تنظيم الحوكمة بشكل جوهري على الترافقات والارتباطات بين آليات وإجراءات الحوكمة الداخلية والخارجية. هنا سيتم التركيز على ثلاثة معالم للبيئة التنظيمية التشريعية للحوكمة.

أولاً، يزيد التشريع غالباً العقوبات بشكل كبير فيما يتعلَّق بخرق قانون الأوراق المالية. مثلاً، قرار رقم /١١٩/م المتعلق بنظام التحقيق في المخالفات والغرامات المترتبة على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (ومن ضمنها البنود المتعلقة بغرامات ومخالفات قواعد الحوكمة والمراجعة، كلها تزيد العقوبات على انتهاك قوانين السوق وبنود المساءلة والاحتيال. تزيد هذه الناحية من القانون انتباه الداخليين المُوَجَّه نحو جودة نظام حوكمة الشركات. ثانياً، يفرض المشرعون نموذجياً متطلبات محدَّدة تستبدل هيكل أنظمة الحوكمة الداخلية التي كانت متواجدة قبل إدخال التشريع الجديد بشكل جوهري. مثلاً، متطلبات قواعد الحوكمة التي تلزم الشركات المدرجة في السوق بوجود لجان مراجعة تتألف من أعضاء مستقلين ولدى أحدهم على الأقل خبرة مالية. ثالثاً، في حين تستبدل معظم البنود القانونية الجديدة نظام حوكمة الشركة الداخلي، من الهام الإشارة إلى إمكانية تأثير التشريعات الجديدة على آليات الحوكمة الخارجية كذلك. مثلاً، تشكيل مجلس المحاسبة، الذي يحث على مشاركة الخارجيين بشكل هام في الحوكمة الداخلية وعمليات اتخاذ القرار. في مثل هذه الحالات، يمكن تشكيل القواعد وكأنها ممارسات تقوِّي من نظم الحوكمة الخارجية. لذلك، تتأثر كل العوامل التي تؤثِّر في منافع وتكاليف تطبيق نظم حوكمة قوية للشركات والمفاضلة بين خصائص الحوكمة الداخلية والخارجية بالتدخل التشريعي والقانوني الخارجي بشكل جوهري (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 11).

يتعقَّد التنبوء بعواقب إدخال تشريع ما بسبب عدم التأكُّد حول تباين الخصائص الداخلية والخارجية ما قبل التشريع. بمعنى أدق، إن كانت آليات الحوكمة الداخلية والخارجية تعويضية (أي تبادلية) – أي إن تمَّ رفض الفرضية رقم /٩/ لصالح علاقة ارتباط سالبة بين الحوكمة الداخلية والخارجية – عندها يمكن أن يُشَوِّش فرض إجراءات حوكمة جديدة أنظمة الحوكمة المُخفِّضة للتكلفة والتي كانت قبل إدخال التشريع الجديد. مثلاً، إن تم فرض إجراءات حوكمة داخلية، وكانت خصائص الحوكمة الخارجية مكلِفة لتعديلها أو التهرب منها في المدى القصير، يمكن أن تصبح الترافقات (التي كانت سائدة ما قبل التشريع) بين الحوكمة الداخلية والخارجية أقل جوهرية بعد إدخال التشريع مما كانت عليه قبله. يقترح هذا السيناريو بأن الترافقات بين الحوكمة الداخلية والخارجية هي أقل جوهريةً بعد فرض تشريع حوكمة جديد مما كانت عليه قبله.

هنالك سيناريو منافس آخر يمكن أخذه بعين الاعتبار. بافتراض أن الداخليين يطبقون آليات حوكمة داخلية استجابة لطلب الخارجيين بمزيد من الشفافية والمراقبة بحيث تتصرف آليات الحوكمة الداخلية والخارجية كمكمِّلة لبعضها الآخر، وليس كبدائل. فإذا سَعَت التغيرات التشريعية لاستبدال المعالم الأخرى لبيئة الحوكمة – مثلاً، إن عملت التشريعات على تقوية الحوكمة الخارجية، أو إن شجعت النصوص القانونية المتزايدة الخارجيين على طلب آليات حوكمة داخلية، عندها تزداد حوافز الداخليين بعد التشريع لتقديم حوكمة داخلية أكبر. في هذه الحالة، قد لاتكون الترافقات بين الحوكمة الداخلية والخارجية واضحة بعد التشريع، حيث قد يزداد الترافق والارتباط أو قد يبقى على حاله (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 12).

لذلك، فإن تبعات تشريع ما ليست صريحة وواضحة، بحيث قد لايمكن التنبوء بثقة أي من هذه الخصائص ستُطَبَّق. بالتالي يساعد تبيان الفرضية التالية في فهمنا حول ترافقات بين بنود الحوكمة الداخلية والخارجية بشكل جوهري.

فرضية ٩) تعمل آليات الحوكمة الداخلية والخارجية بشكل بديل، ما لم يحدث تدخُّل تشريعي أو تنظيمي خارجي.

يمكن اختبار هذه الفرضية حسب نموذج البحث المقترح من دراسة هذه العلاقة ونتائج النموذج قبل إدخال تشريع أو قواعد حوكمة جديدة وبعده – قَبْلي وبَعْدي – ودراسة الفروق قبل وبعد الإدخال

علـى النمـوذج لمعرفـة مـا إذا كانـت الفـروق جوهريـة أم لا، بالتـالي الحكـم علـى صـحة الفرضـية أو رفضـها.

يمكن اختبارها من خلال معادلة النموذج المُشَكَّلة لهذا الغرض:

$$\Delta EGov = \delta_0 + \delta_1 \Delta IGov + \eta_j \Delta Control_j + \varepsilon,$$

حيث:

التغير في مؤشرات الحوكمة الخارجية	$\Delta EGov$
ثابت intercept term للمعادلة	δ_0
مصفوفات معاملات انحدار التقدير	η_j، δ_1
التغير في(*J*I*) مصفوفة تقديرات متغيرات الحوكمة G المستقلة (مشاهدات *j*) الداخلية لـ *i* شركة في النموذج (regressor).	$\Delta IGov$
التغير في (*J*I*) مصفوفة تقديرات المتغيرات الرقابية C المستقلة (مشاهدات *j*) لـ *i* شركة في النموذج (regressor).	$\Delta Control_j$
خطأ التقدير	

الأمر الذي يمكن ملاحظته أن نتائج الفرضية /٩/ تعتمد على نتائج الفرضية /٩أ/.

٢ـ مصادر البيانات

كـان بنـاء مجموعـة بيانـات أشـمل حـول حوكمـة الشـركات بـالترافق مـع مقـاييس أداء الشـركات وخصائص الرقابة المختلفة المكملة للنموذج، من النقاط الهامة التي تمت مراعاتها أثناء إعداد هذا البحث. وكمـا ذكـر البحـث سـابقاً بشـأن عـدم وجـود مجموعـة بيانـات كاملـة واحـدة حـول حوكمـة الشركات، لـذلك تـم جمـع المعلومـات التفصـيلية حـول هياكـل حوكمـة الشـركات محـل الدراسـة مـن تقارير الشركات السنوية، ومـن نشرات الاكتتـاب الخاصـة بهـا، والمواقـع الإلكترونيـة للسـوق وهيئـة الأسـواق والأوراق الماليـة وللشـركات وغيرهـا. ثـم تـم تجميـع وتركيـب هـذه البيانـات ذات المصـادر المتعددة من قبل الباحث. وفي حين يمكن أن يجد الباحث الكثير من قواعد البيانات في دول العالم المتقدم حـول مكونـات ومتغيـرات حوكمـة الشـركاتها، يصـعب الحصـول علـى مثـل هـذه البيانـات والمعلومات أو إتاحتها للعموم في سورية.

٣-مجتمع الدراسة:

الشركات المساهمة المُدرجة في سوق دمشق للتبادل، عدا شركات الوساطة. عدد هذه الشركات ٢٠ شركة موزعة على خمسة قطاعات. وكون عدد الشركات قليل نسبياً، فعينة البحث هي كامل المجتمع. علماً أن مجموع حجم التبادل في سوق دمشق للتبادل بلغ حوالي /٩٠٦٤/ مليون ليرة سورية في عام ٢٠١٠، وتبلغ رسملة السوق في ٢٠١٠/١٢/٣٠ حوالي /١٤٤.٣٣/ مليون ل.س.

٤- أهم المقاييس التي سيتم اختبارها في النموذج

يحاول الباحث في النموذج المستخدم هنا تضمين فقط الأسئلة التي يمكن الإجابة عليها موضوعياً من خلال المعلومات والبيانات المتاحة في قواعد بيانات سوق دمشق للتبادل، واستمارات الإدارج، والتقارير الدورية للشركات ومواقع الإنترنيت واستبانة البحث. هنالك العديد من الأسئلة والمتغيرات المستخدمة – مثلاً – ضمن مؤشر CLSA، خاصةً تلك التي تتطلب من المحلل أو الباحث إجراء تقويم نوعي أو مقابلات شخصية لكادر ومدراء الشركات؛ يفضِّل الباحث التقليل من استخدامها لتكون النتائج أكثر موضوعية، ولتضمين أكبر عدد من الشركات ضمن العينة المدروسة. فعامل الوقت كان موضع اهتمام كبير من قبل الباحث.

إحدى الحالات التي تدعم اختيار الباحث، أنه في إحدى المسوحات التي أجراها معهد حوكمة الشركات البرازيلي في السوق البرازيلية الناشئة، تم توزيع /١٥٠٠/ قائمة استقصاء على عينة من /٢٨٥/ شركة؛ انتهت الردود إلى /١١٠/ قائمة استقصاء تمثل فقط /٧٠/ شركة. بكل الأحوال تهدف مجموعة المقابلات الشخصية التي أجراها الباحث إلى دعم وتأكيد مستوى فهم المشاركين للاستبانة المدروسة والتقليل من أيه تباينات غير مرغوبة أو خارج نطاق الدراسة بالنسبة للنتائج.

وبالنسبة للأسئلة المدروسة فقد تم تسليمها ضمن قائمة استقصاء أولية مصمَّمة من قِبَل الباحث لمجموعة من الممارسين في سوق دمشق للتبادل تتالف من محامين، حملة أسهم مسيطِرين، ممثلين من سوق دمشق وهيئة الأوراق المالية، وبعض المستثمرين المؤسساتيين وأعضاء مجالس الإدارة ولجانه ومحاسبين ومدراء ماليين ومراجعين لدى الشركات ضمن العينة. ساعدت هذه القائمة الأوليَّة في تنقيح الأسئلة في النسخة الأخيرة منها.

علـى كُـلٍّ، وجـد الباحـث أنـه لا يـتم اسـتخدام كـل الممارسـات المُثلـى المتضـمنة فـي قواعـد وأدلـة الحوكمة أو في متطلبات الإدراج في البحوث التطبيقية الأكاديمية عادةً؛ بل فقط الأسئلة والمتغيرات أو المقاييس التي يمكن السيطرة على المشاكل المرافقة لاستخدامها في نماذج القياس و/أو الخالية من التناقض فيما بينها، وإن كان البحث سيعرِض لمناقشة العلاقات بين المتغيرات داخل النموذج؛ بحيـث يمكـن اسـتخدام أداة إزالـة المتغيـرات (Remove Variable) غيـر الجوهريـة مـن حيـث الأهمية من جهة، لكنها شديدة الإرباك والتباين للنموذج من جهةٍ أُخرى.

إلاَّ أنه، وكما أشار الباحث في هدف البحث إلى معرفة أية الآليات والخصائص هي الأكثر أهمية أو أكثر فعاليـة فـي الحالـة السورية، يبقـى مـن الهـام ألاَّ يُنْظَـر أثنـاء التحليـل إلـى المتغيرات وآليـات عملها بشكل منعزل دون السيطرة على عمل خصائص الحوكمة الأخرى التي يمكن أن تؤثِّر على قيمة الشركة. لذا، فمن المرغوب إلقاء نظرة شاملة على كل مجتمع المتغيرات والسياق الذي تعمل خلاله آليات الحوكمة.

يرغب الباحث الإشارة إلى أن هذا النموذج الشامل يتضمن طيفاً واسعاً نسبيّاً من متغيرات الحوكمة، والمتغيرات الرقابيـة فـي طَرَف، ومتغيرات الأداء وقيمـة الشركة في طرفٍ ثانٍ. كل هذه المتغيرات يمكـن تشـكيلها فـي مؤشـر رئيسـي علـى مسـتوى الشـركة فـي حـال تـوفر البيانـات الكافيـة، أو فـي مؤشرات فرعية ضمن توليفات معينة من المتغيرات الحوكمية لاختبارها مع باقي مجموعات المؤشر بحيث تفيد في استخلاص نتائج متعددة تُبرِز المتغيرات الأكثر فعالية في النموذج والأكثر ارتباطاً مـع أداء الشـركة وقيمتهـا. إن هـذا التقسيم فـي مؤشـرات فرعيـة مختلفـة قـد يسـاعد أيضـاً فـي اختبـار ثبات النموذج كما سيأتي إليه البحث لاحقاً.

وقامت عدة دراسات سابقة باتبـاع مثل هذه المنهجية؛ منهـا علـى سبيل المثـال، دراسـة Lucian Bebchuk et al. 2004، حيث أخذ هؤلاء الباحثون – كما أشار إليه البحث سابقاً – توليفة من ستة متغيرات من أصل ٢٤ متغيراً استخدمها مركز بحوث مسؤولية المستثمر، وجمعوها في مؤشر فرعي سُمِّي "مؤشر التحصُّن"، ثم درسوا أثره وارتباطه بقيمة الشركات محل الدراسة لقبول أو رفض النتائج التي توصّل إليها المؤشر الأشمل لدى المركز، كذلك فعل (Bernard S. Black et al. 2008). مثلاً، يبيِّن الجدول التالي المؤشرات الفرعية التي استخدموها في دراسة قنوات الحوكمة مع القيمة والأداء:

وعليه يمكن للباحث استكشاف ما إذا كان التغير في قيمة مؤشر فرعي ما مرتبط بقيمة التغير في أداء وقيمة شركة مُعَيَّنة مقاسة بالمقاييس ذات العلاقة مثل Tobin`s Q، أو العوائد غير العادية، أو ROE، أو ROA...إلخ. كذلك الأمر على المستوى الفردي لكل متغير. الأمر الذي قد يساعد في تحديد أي من المتغيرات أو التوليفات التي تقود الارتباط المُفتَرَض في الأدبيات.

أكثر من ذلك، تم توقع إشارة للمتغيرات، وإن كانت نتائج كثير من الدراسات السابقة أتت غير مُتَوَقَّعة بالنسبة للإشارات المفترضة في تلك الدراسات (Bernard S. Black et al. 2008; David F. Larcker, et al. 2004, p: 4).

مما سبق، ومع أهمية الدراسات السابقة في هذا الموضوع، من الهام مُلاحَظَة أن عَدَم الوضوح في تحديد المتغيرات لايقف فقط عند المتغيرات المستقلة، بل يمتد إلى عدم وضوح في اعتماد المتغير التابع بشكل ثابت بين الدراسات والأدبيات. فقد يكون المتغير التابع: المخرجات على المستوى الاقتصادي الوطني؛ مثل الانتاجية القومية، توزع الملكية والثروة، التنمية البيئية المستدامة، أو مستوى التطور في الموارد البشرية – وهذا خارج نطاق هذا البحث. أو على مستوى الشركة؛ مثل مقاييس الأداء: كالعائد على السهم، أو العائد على الملكية؛ أو قيمة الشركة: Tobins`Q،...

بالإجمال، مازال العديد من الباحثين في مجال حوكمة الشركات يحاولون توضيح ماهو المتغير (أو المتغيرات) التابع بالتحديد الذي ينبغي اعتماده. يساهم هذا البحث ضمن الجهود الرامية التي يمكنها أن تقودنا أقرب إلى الهدف النهائي لمثل هذه الدراسات عموماً، ألا وهو الوصول إلى تصور واضح حول حوكمة الشركات.

جدول 1: جدول بالمتغيرات المستخدمة في الدراسة

تسلسل	المتغيرات	نوع المتغير	مُقاسة بـ	الرمز	المقياس/المعيار	الإشارة المتوقعة للمتغير	الفرضية
	Independent Firm :Variables Governance Variables						
	Covernance Variables						
	Internal Governance Variables						
	مؤشر فرعي (هيكلية مجلس الإدارة)						
١	حجم المجلس		Log board size	B Size	بين ٧ و ٩ أعضاء	سالبة (كلما زاد الحجم عن المعيار تقل كفاءة المجلس)	ينسجم مع الأدبيات
٢	حجم لجنة المراجعة		size AC Log	ACSize	٣ أعضاء		ينسجم مع الأدبيات
٣	حجم لجنة التعويضات		Log CC size	CCSize	٣ أعضاء		
٤	حجم لجنة التسمية		Log RC size	RCSize	٣ أعضاء		
٥	عدد لِجان المجلس	Scaled	Scaled from 0 to 4	Commt No	٤ لجان	موجبة +	
٦	الأعضاء الخارجيين		BOD outsiders %	BOD outsiders	٧٥%، أو أغلبية	موجبة +	
٧	أعضاء داخليين		BOD insiders %	BODInsid	أقل من ٥٠% (مقبول)، أكثر من ٥٠% (غير مرغوب)؛ أو (٠،١)	سالبة −	
٨	الأعضاء المستقلين		BOD indep %	BOD indep	ألا يقلون عن الثلث، ٣٣.٣٣%	موجبة +	
٩	أعضاء المجلس من شركات حليفة		BOD affiliated%	BODaffilated		سالبة −	
١٠	أعضاء لجنة المراجعة من شركة حليفة		AC affiliated%	ACaffiliated		سالبة −	
١١	أعضاء لجنة التعويضات من شركة حليفة		CC affiliated%	CCaffiliated		سالبة −	
١٢	أعضاء لجنة التسمية من		RC affiliated%	RCaffiliated		سالبة −	

	شركة حليفة						
١٣	رئيس لجنة المراجعة من شركة حليفة	Dummy	AC chair affiliated	ACChairaffil	يأخذ القيمة /١/ إن كان رئيس اللجنة من شركة حليفة و/٠/ بغير ذلك	سالبة −	
١٤	رئيس لجنة التعويضات من شركة حليفة	Dummy	CC chair affiliated	CCChairaffil	يأخذ القيمة /١/ إن كان رئيس اللجنة من شركة حليفة و/٠/ بغير ذلك	سالبة −	
١٥	رئيس لجنة التسمية من شركة حليفة	Dummy	RC chair affiliated	RCChairaffil	يأخذ القيمة /١/ إن كان رئيس اللجنة من شركة حليفة و/٠/ بغير ذلك	سالبة −	
١٦	الازدواجية	Dummy	Duality	Duality	/−١/ أن كان هنالك ازدواجية، و/١/ إن لم يكن هنالك ازدواجية	سالبة −	
١٧	رئيس مجلس الإدارة غير تنفيذي	Dummy	Non.Exe.Chair	NonExeChair	يأخذ القيمة /١/ إن كان رئيس المجلس غير تنفيذي و/٠/ بغير ذلك	موجبة +	
١٨	رئيس مجلس الإدارة مستقل	Dummy	CEO dominance	CEO dominance	في حال تحقق أي من الشروط الثلاثة (١)، و(٠) في حا ل عدم تحقق أي من الشروط الثلاثة وهي: إن كان رئيس مجلس الإدارة هو نفسه المدير التنفيذي الرئيسي، ب) أو كان مديراً تنفيذياً حالياً، أو ج) مديراً تنفيذياً سابقاً خلال السنوات الخمس الماضية أو في الشركة الأم المسيطرة	سالبة −	
١٩	عضو نشط فعال (يمكن أن يستخدم كمتغير بديل للازدواجية duality)	Dummy	Lead director	LeadDir	إن كان غير موجود(٠)، و(١) بغير ذلك.	موجبة +	
٢٠	أعضاء معمّرين		Old outsiders%	BODOld	أقل من ٥٠% (مقبول)، أكثر من ٥٠% (غير مرغوب)؛ أو (٠،١)	سالبة – فوق ٥٠%	
٢١	ترأُس الـ CEO للجنة التعويضات	Dummy		CEO-CC.omt	قيمة /١/ أن كان الـ CEO رئيساً أوعضواً في لجنة التعويضات، و/٠/ بغير ذلك،	سالبة −	
٢٢	ترأُس الـ CEO للجنة التسمية	Dummy		CEO.RC.omt	قيمة /١/ أن كان الـ CEO رئيساً أوعضواً في لجنة التسمية، و/٠/ بغير ذلك،	سالبة −	
٢٣	استقلال لجنة المراجعة بالكامل	Dummy		Indp-AudComm	مستقلة بالكامل (١)، و(٠) بغير ذلك.	موجبة +	
٢٤	وجود خبير مالي في لجنة المراجعة على الأقل.		Financial Expert	Fin-Expert	وجود خبير مالي على الأقل (١)، و(٠) بغير ذلك.	موجبة +	
٢٥	تنوع المجلس	نسبة	Mal or %Fml%	Homogeneous%	نسبة الذكور إلى إجمالي المجلس أو اللجنة	مؤشر سلبي إذا كانوا من نوع واحد فقط، الحالة الأمثل هي المساواة مناصفة ٥٠% ذكور و٥٠% إناث	
	مؤشر فرعي (إجراءات مجلس الإدارة)						

٢٦	خليط تعويضات بعيدة الأمد للتنفيذيين	إجرائي	Long Term Mix %	Long Term Mix %	<%٥٠	موجبة +	
٢٧	خليط تعويضات قصيرة الأمد للتنفيذيين (على أساس محاسبي)	إجرائي	Accounting Mix%	Accounting Mix%	<%٢٥	سالبة –	
٢٨	نسبة المدفوعات الثابتة لغير التنفيذيين من إجمالي التعويضات	إجرائي	Non.Exe.Fix.Pay%	Non.Exe.Fix.Pay%	<%٢٥	سالبة –	
٢٩	نسبة المدفوعات الثابتة للتنفيذيين من إجمالي التعويضات	إجرائي	Exe.Fix.Pay%	Exe.Fix.Pay%	<%٢٥	سالبة –	
٣٠	نسبة المدفوعات المتغيرة لغير التنفيذيين من إجمالي التعويضات	إجرائي	Non.Exe.Var.Pay%	Non.Exe.Var.Pay%	<%٥٠	موجبة +	
٣١	نسبة المدفوعات المتغيرة للتنفيذيين من إجمالي التعويضات	إجرائي	Exe.Var.Pay%	Exe.Var.Pay%	<%٥٠	موجبة +	
٣٢	إقراض لأعضاء مجلس الإدارة أو المدراء التنفيذيين	إجرائي، بسيط	Dir.Exe.loans	Dir.Exe.loans	وجود إقراض (١)، (٠) بغير ذلك، مع أخذ حجم الإقراض بعين الاعتبار	سالبة –	
٣٣	انشغال الأعضاء الخارجيين	إجرائي	Busy outsiders%	Busy outsiders%	أربعة مجالس وما فوق	سالبة –	معيار قاسٍ بالنسبة للقواعد السورية
٣٤	انشغال الأعضاء المنتسبين (من شركات حليفة)	إجرائي	Busy affiliate%	Busy affiliate%	أربعة مجالس وما فوق	سالبة –	معيار قاسٍ بالنسبة للقواعد السورية
٣٥	انشغال الأعضاء الداخليين	إجرائي	Busy insiders%	Busy insiders%	مجلسين وما فوق	سالبة –	
٣٦	شرط عدم عضوية مجلس إدارة شركة منافسة	إجرائي	CompetDir	CompetDir	مجلس واحد أو أكثر	سالبة –	
٣٧	تسجيل منصب العضو الداخلي في محاضر اجتماعات مجلس الإدارة	إجرائي Dummy	DirPosition	DirPosition	نعم (١)، لا (٠)	موجبة +	

٣٨	نسبة الأعضاء الخارجيين المعيَّنين من قبل الداخليين		Outsid appointed by % Insid	OutbyInsidApp		سالبة –	
٣٩	نسبة الأعضاء المنتسبين (من شركات حليفة) المعيَّنين من قبل الداخليين		Affiliated appointed % insiders by	Affiliated % appointed	سالبة كلما زادت		
٤٠	عدد اجتماعات المجلس		BOD meetings #	BOD meetings #	سبعة مرات (٧) سنويا		
٤١	عدد اجتماعات الأعضاء الخارجيين و/أو المستقلين		IndBoM meetings #	IndBoM meetings #	أربعة مرات (٤) سنويا		
٤٢	عدد اجتماعات لجنة المراجعة		AC meetings #	AC meetings #	أربعة مرات (٤) سنويا		
٤٣	عدد اجتماعات لجنة التعويضات		CC meetings #	CC meetings #	أربعة مرات (٤) سنويا		
٤٤	عدد اجتماعات لجنة التسمية		RC meetings #	RC meetings #	أربعة مرات (٤) سنويا		
٤٥	تقويم ذاتي لدى المجلس	Dummy	BoD-Eval	BoD-Eval	يعطى /١/ في حال وجود تقويم ذاتي دوري (أو نص على ذلك) للمجلس و /٠/ بغير ذلك.	موجبة +	
٤٦	معدّل دوران الـ CEO		CEOturnover	CEOturnover	يأخذ القيمة /١/ إن تم استبداله إثر الأداء الضعيف، و/٠/ بغير ذلك؛ بحيث يكون معدل دوران الـCEO هو عدد المدراء التنفيذيين الرئيسيين الذين تم تغييرهم إثر أداء الشركة السيء	موجبة +	
	مؤشر فرعي هيكل الملكية						
٤٧	أعلى نسبة ملكية		top first %	(Largest own %)		سالبة –	
٤٨	نسبة أعلى خمس حصص		top 5 %	top 5 %		سالبة –	
٤٩	نسبة أعلى عشرة حصص		top 10 %	top 10 %		موجبة +	
٥٠	نسبة أعلى عشرون حصصة		top 20 %	top 20 %		موجبة +	
٥١	نسبة ملكية الخارجيين (أعضاء المجلس والأجانب غير الداخليين، أي متمم الداخليين)		Outsiders own%	Outsiders own%		موجبة +	
٥٢	نسبة ملكية الأجانب		% Foreign ownership	Foreignown			
٥٣	نسبة ملكية المدير التنفيذي الرئيسي		CEO own%	CEO own%		؟؟؟	

٥٤	وسطي نسبة ملكية الأعضاء التنفيذيين ما عدا الـ CEO		Exec own % ((Excl.CEO	Exec own % ((Excl.CEO			
٥٥	وسطي نسبة ملكية الأعضاء من شركات حليفة ما عدا الـ CEO		Affiliated own%	Affiliated own%			
٥٦	وسطي نسبة ملكية الإداريين (والموظفين) ما عدا الـ CEO		Manag own%	Manag own%			
٥٧	نسبة الأسهم التي تلقاها الأعضاء الخارجيين بما فيها المقيدة		OutDir-Stock%	OutDir-Stock%			
٥٨	نسبة أسهم الخيارات التي تلقاها الأعضاء الخارجيين بما فيها المقيدة		OutDir-Option%	OutDir-Option%			
٥٩	نسبة أصحاب الحصص		Block own %	Block own %			
٦٠	عدد أصحاب الحصص		Block #	Block No			
٦١	نسبة المساهمين النشطين (الفعالين)		Activists own %	Activists own %	يمكن اعتبارهم أول عشر أو عشرون مساهم من أصحاب الحصص (انظر: Hollis Ashbaugh 2004, p:10).		
٦٢	عدد المساهمين النشطين (الفعالين)		Activists #	Activists #			
٦٣	مجلس متعاقِب		Staggered board	Staggered board	وتساوي فترة الانتظار (x/2y) في حال كان هنالك آلية مجلس متعاقب للحصول على نسبة مسيطِرة (٥٠%)، و /٠/ بغير ذلك.		
٦٤	أغلبية فائقة		Supermajority	Supermajority	يعطى القيمة /١/ إن كان هنالك آلية للحصول على أغلبية فائقة للتصويت على الأمور الاستراتيجية (خاصة قرارات الاندماج والاستحواذ وتعديل النظام الأساسي وتغيير الإدارة العليا)، و/٠/ بغير ذلك		
٦٥	إدارة مُتحصّنة مملوكة للدولة بنسبة مسيطِرة حسب قانون أو مرسوم إحداثها؟	Dummy	State Incorporated	State Incorporated	يعطى القيمة /-١/ إن كانت الشركة مُحدثة بموجب قانون أو قرار أو مرسوم إداري من قبل الدولة، و/٠/ بغير ذلك.	سالبة	؟؟
٦٦	حقوق تصويت غير متساوية	Dummy	Unequal voting	Unequal voting	يعطى /١/ في قاعدة سهم واحد – صوت واحد، و/٠/ في حال عدة فئات لها حقوق تصويت مختلفة.	سالبة	
٦٧	الحبة المسمومة	Dummy	Poison pill	Poison pill	تساوي/١/ إن كانت هنالك بنود تنص على ذلك في النظام الأساسي، و/٠/ بغير ذلك.	لا توجد	

٦٨	الخير الهاطل من السماء	Dummy		Golden Parachuts	تساوي/١/ إن كانت هنالك بنود تنص على وجود أداة "الخير الهاطل من السماء" في النظام الأساسي، و/٠/ بغير ذلك.	لا توجد	
٦٩	التهديد المستتر	Dummy	(Greenmail (Blackmail	Greenmail	تساوي/١/ إن كانت هنالك بنود مضادة "للتهديد المستتر" في النظام الأساسي، و/٠/ بغير ذلك.	لا توجد	
٧٠	التصويت التراكمي	Dummy	AccVoting	AccVoting	/١/ أن كان يُسمَح بذلك، و/٠/ بغير ذلك.		
	متغيرات الإفصاح:						
٧١	الإفصاح عن دليل الحوكمة	Dummy	Governance Guideline	GovGuid	/١/ أن كان هنالك دليل للحوكمة، و/٠/ بغير ذلك.		
٧٢	اعتماد معايير المحاسبة والتقرير المالي الدولية	Dummy	IFRS and ISA	ISA&IFRS	/١/ أن كانت تلك المعايير مطبقة، و/٠/ بغير ذلك.		
٧٣	موافقة مجلس الإدارة على عمليات الأطراف ذات العلاقة قبل حدوثها	Dummy	Related Parties	RelatedParties	/١/ أن كان يتم الحصول على موافقة المجلس، و/٠/ بغير ذلك، /-١/ إن لم يكن هنالك إفصاح عن العلاقات مع الأطراف ذات العلاقة		
	آليات المراجعة الخارجية						
	مؤشر فرعي آلية المراجعة الخارجية						
٧٤	أتعاب خدمات غير المراجعة		Ln(NAFee), or %NAFee	NAFee	نسبة أتعاب غير المراجعة إلى إجمالي أتعاب المراجعة		
٧٥	أتعاب خدمات المراجعة		AFee%	AFee	نسبة أتعاب خدمات المراجعة إلى إجمالي أتعاب المراجعة		
٧٦	إجمالي أتعاب المراجعة		(Ln(Fee	TotalAuFee	إجمالي أتعاب المراجعة		
٧٧	رأي المراجع	Dummy	Modified Opinion	Opinion	يساوي (١) إن كان رأي مُعَدّل، و(٠) بغير ذلك.		
٧٨	اختيار الشركة للمراجع من الـ Big4	Dummy	Big 4	Big4	يساوي (١) إن كان المراجع من الـ Big 4، و(٠) بغير ذلك.		
	مؤشر أصحاب المصالح والمسؤولية الاجتماعية الفرعي:						

٧٩	عدد الدعاوى المرفوعة من قبل أصحاب المصالح		stakeholders suits#	stakeholderssuits		سالبة –	
٨٠	عدد الدعاوى المفصولة لصالح أصحاب المصالح		stakeholders win # suits	stakwinsuits		سالبة –	
٨١	مؤشر التعقد الصناعي (عدد الأنشطة القطاعية التي تعمل فيها الشركة		Complex#	Complex	عدد الصناعات التي تعمل بها الشركة		
٨٢	الأهمية النسبية لقيمة لقيمة الدعاوي		Materiality of suits	Materialitystaksuit		سالبة –	
٨٣	تمثيل الموظفين في مجالس الإدارة		EmplRep	EmplRep			
	Control Variable						
٨٤	حجم الشركة		(ln(assets	FirmSize	اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول بالقيمة الدفترية		
٨٥	نفقات البحث والتطوير		D&R	RandD	نسبة نفقات البحث والتطوير إلى إجمالي النفقات	موجبة +	
٨٦	الانفاق الاستثماري / المبيعات		Capex	Capex	نسبة الانفاق الاستثماري إلى إجمالي المبيعات		
٨٧	تركُز سوق المُنتَج أم استراتيجية الانتشار		Concentration or diversification	Concentration	استراتيجية التركُز أم الانتشار		
٨٨	حجم التمويل من البنوك إلى إجمالي الديون		Banking Debts/Total Debts	BankingDebt	حجم التمويل من البنوك إلى إجمالي الديون		
٨٩	حجم الديون إلى القيمة السوقية		Total Debts to Market Value	DebttoMarket	حجم الديون إلى القيمة السوقية		
٩٠	قيمة الأسهم الممتازة إلى القيمة السوقية		Preferred Stocks to Value Market	PreferredtoMarket	قيمة الأسهم الممتازة إلى القيمة السوقية		
٩١	المشتريات والمبيعات للأطراف ذات العلاقة / إجمالي المبيعات		Purchases and Sales Parties to Related Devided by Total Sales	RPTs	المشتريات والمبيعات للأطراف ذات العلاقة / إجمالي المبيعات		
٩٢	الرافعة المالية		Leverage	FinLeverage	إجمالي قيمة الديون الدفترية / إجمالي القيمة الدفترية للأصول أو حقوق الملكية		

٩٣	توقعات المحللين للأرباح		EMOM (earning (momentum	EarningExpect	بالفرق بين الوسيط الأحدث لتوقعات الأرباح وبين أرباح السنة السابقة مُخَفَّضة بالقيمة المطلقة لأرباح السنوات السابقة		
٩٤	توقعات المحللين للسعر		PMOM (price (momentum	PriceExpect	ويحسب بعائد ستة أشهر للسهم لحين تاريخ إصدار التوصية		
	Dependent Variables						
	& Firm Value Variables Performance						
٩٥	إجمالي المستحقات		Total Accruals	TA			
٩٦	التغير في المبيعات			DiffSales			
٩٧	التغير في المدينين		Change in Receivalbes	RECChange	من قائمة التدفق النقدي		
٩٨	الممتلكات والمصانع والمعدات			PPE	إجمالي قيمة الممتلكات والمصانع والمعدات		
٩٩	التدفق النقدي من العمليات		Cash flows from Operations	CashFOpex	من قائمة التدفق النقدي		
١٠٠	توصيات المحللين الماليين		Financial Analysts Recommendations on Likert Scale	FAnalystRecom	من ١ إلى ٥ على مقياس ليكرت		
١٠١	كثافة رأس المال			CapitalIntens			
١٠٢	التصنيف الائتماني			CreditClass	من مواقع الشركات	S&P	
١٠٣	نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية		Shares Market to Book Value	MBVR	ويُحسب بنسبة القيمة الدفترية للسهم (الأسهم) العادي/ة إلى قيمته/ها السوقية	من التقارير المالية	
١٠٤	الخطر التشغيلي		Operational Risk	OpexRisk		من التقارير المالية	
١٠٥	Tobin's Q		Q Tobin's	Tobin'sQ	[القيمة الدفترية للديون + الأسهم الممتازة) + القيمة السوقية للأسهم العادية]/[القيمة الدفترية للأصول]	من التقارير المالية	
١٠٦	نسبة التوزيعات إلى صافي الدخل		Dividents to net income	Dividents	نسبة التوزيعات إلى صافي الربح	من التقارير المالية	
١٠٧	الربح المحاسبي		Accounting Profit	PR	من قائمة الدخل (هامش الربح = صافي الدخل / المبيعات)	من التقارير المالية	
١٠٨	العائد على الأصول		Return on Assets	ROA		من التقارير المالية	

١٠٩	العائد على حقوق الملكية		Return on Equity	ROE		من التقارير المالية	
١١٠	السعر/القيمة الدفترية P/B		Share Price / Book the Share Value for	PB		من التقارير المالية	
١١١	مكرر أو مضاعف الربحية P/E		Price / Earning per Share	PE		مواقع شركات الوساطة	
١١٢	ربحية السهم (العائد على السهم)		Earinig Per Share	EPS		مواقع شركات الوساطة	
	Instrumental Variables						
١١٣	القطاع	اسمي	Sector	Sector		موقع السوق	
	نوع السوق	رتبي	MarketType	MarketType		من موقع السوق	
١١٤	Market Capitalization		Log Market Capitalization	Log Mkt Cap			لا حاجة له إلا عند المقارنة مع سوق آخر

المصدر: من إعداد الباحث.

يُظهِر الجدول أعلاه: (أ) المتغيرات المستخدمة لبناء مؤشر الحوكمة، و(ب) مصدر البيانات، و(جـ) القواعد المستخدمة لتعبئة البيانات المفقودة. تنسجم رموز المتغيرات مع تلك المستخدمة في الأدبيات ذات العلاقة. وتم تقدير القيم المفقودة كمايلي: ١) في حال كانت القيمة متوفرة لمتغير في السنة n، وليس في الفترة (n−1) n+1، تم سحب قيمة المتغير في الفترة n للسنة (n−1) n+1. ٢) وتم إدخال القيم المفقودة لشركة ما لمتغير ما باستخدام القواعد التالية بشكل متسلسل: i) إن كانت القيمة هي في الفترة n وفي الفترة n+2، لكن ليس في الفترة n+1، تم استخدام متوسط الحسابي لـ n and n+2 للتعويض عن القيمة في الفترة n+1.

٤-١ متغيرات عوامل الحوكمة Governance Factors أو مايسمى بالمتغيرات المستقلة في النموذج:

يعتمد الإطار الملائم لحوكمة الشركات على مجموعة متكاملة من الآليات الداخلية والخارجية. يعبِّر عنها البحث هنا بجملة من المتغيرات التي ستشكِّل معاً نموذج البحث المقترح.

وهي المتغيرات المستقلة وتقسم إلى مجموعتين أو مؤشرين فرعيين رئيسيين حسب الآليات الداخلية والخارجية للحوكمة، كما في المباحث الثلاثة التالية.

المبحث الثالث: القرائن والمقاييس الداخلية

هنالك أربعة معالم للحوكمة الداخلية تم توثيقها بشكل جيد في الأدبيات[1] وستتم مناقشتها أثناء التحليل. وبالنظر إلى ديناميكية النموذج، ينبغي أن يأخذ أي تحليلٍ تالٍ أيةُ آثارٍ مُكمِّلة أو بديلة بين المقاييس. فعلى الرغم من صعوبة ملاحظة وإجراء قياس كمي دقيق لأثر كل آلية من آليات الحوكمة التي تعمل على حل مشكلة الوكالة، إلا أن البحث سيعمل على متغيرات – قرائن يمكن تعقبها لقياس فعالية كل آلية. تقريباً معظم – إن لم يكن كل – قرائن حوكمة الشركات هذه تم تبنِّيها في دراسات مختلفة سابقة.

١ـقرائن مجلس الإدارة Sub-index 1:

هنالك عدد من المؤشرات التي تعكس مدى استقلال مجلس الإدارة وفعالية وظائفه الحوكمية، كما يلي:

يمكن تجزئة هذا المؤشر الفرعي بدوره إلى مؤشر بنية مجلس الإدارة Board Structure Index 1-1 ومؤشر إجراءات المجلس 1-2 Board Procedure Index . يؤيد بعض الكتاب هذه الطريقة منهم (محمد مصطفى سليمان، ٢٠٠٨، ص:٤٩)

مؤشر بنية المجلس Board Structure Index 1-1

<u>١- حجم المجلس ولجانه</u>

يَعتبر البعض أن حجم المجلس الأصغر يعطيه فعالية أكبر في تحقيق رقابة أفضل. بحيث يكون هنالك تعارض أقل بين الأعضاء، ويكونون أكثر كفاءة وتنظيماً في تنفيذ وظائف المجلس. ويشير (ماريك هيسيل ٢٠٠٣، ص:٨٤) [٢] إلى أن عدد أعضاء مجلس الإدارة عادة في أمريكا هو ١٢ منهم ٩ غير تنفيذين. بينما تشير دراسة أخرى إلى أن حجم مجلس الإدارة في أمريكا أكبر من غيره

---

[1] تم التركيز في هذا البحث باتجاه آليات الحوكمة على مستوى الشركة خاصة مع قلَّة – أو عدم – وجود حالات استحواذ عدائي في الأسواق الناشئة عموماً، وفي سورية على وجه الخصوص. إضافة لتحريم وجود بنود أو شروط تحد من الاستحواذ في بعض الأسواق الناشئة، كأستراليا مثلاً.

[٢] مركز المشروعات الدولية الخاصة، **<u>حوكمة الشركات في القرن الحادى والعشرين</u>**، الفصل الخامس مجالس إدارة الشركات: الرقابة من خلال التمثيل، طبعة عام ٢٠٠٣، *مكتبة حوكمة الشركات Hawkama.net*، All Rights Reserved © 2004، ص: ٨٤، www.cipe-arabia.org/pdfhelp.asp.

في باقي دول العالم ليصل إلى ١٦ عضواً. في إيطاليا، بلغ عدد أعضاء مجلس الإدارة في شركة بارملات (إنرون أوروبا)، على سبيل المثال، /١٣/ عضواً (Andrea Melis, 2004, p:15).

وبرأي البعض أن الحجم الأمثل لمجلس الإدارة، خاصة في البلدان محل الدراسة، هو (٩) أعضاء، بينما في دراسات أخرى يعتبر الحجم الأمثل بين /٧/ إلى /٩/ أعضاء (Aiyesha Dey 2008, p: 1152). وعليه تُعطى إشارة سالبة لعدد الأعضاء في المجلس (بالتالي زيادة الأعضاء تُعَبِّر عن ضعف للمؤشِّر). كما يمكن استخدام متغيِّر بسيط للتعبير عن الحجم الأمثل بـ /١/ إن كان العددبين /٧/ و/٩/ أعضاء، و/٠/ بغير ذلك.

على كلٍّ، سيتم الإشارة إلى كل من عدد أعضاء المجلس ولجنة المراجعة والتعويضات والتسمية بـ *BOD size, AC size, CC size, and RC size* على التوالي. أي يمكن تقسيم هذا المتغير بدوره إلى مستويين: مستوى حجم المجلس ككل، ومستوى لجانه التابعة؛ للحكم على كلٍّ منها على حِدَه وعليها مجتمعةً. وتكون مصفوفة الحوكمة لهذا المؤشر الفرعي لحجم المجلس ولجانه لشركات سوق دمشق للأوراق المالية كمايلي:

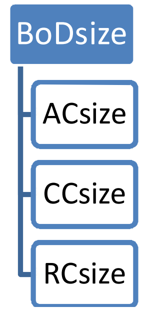
$$G_{BOD\ Size} = \begin{matrix} G_{Nama,BOD\ size} & G_{Nama,AC\ size} & G_{Nama,CC\ size} & G_{Nama,RC\ size} \\ G_{AROP,BOD\ size} & & & \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \cdots & \cdots & \cdots & G_{UG,RC\ size} \end{matrix}$$

في حال عدم توفر بيانات عن حجوم اللجان أو عدم وجود لجان معينة في مجلس إدارة شركة ما في سوق ما، أو عدم توفر بيانات حولها لدى الباحث يمكن الاكتفاء بشعاع متغير حجم المجلس كما يلي:

$$G_{BOD\ Size} = \begin{matrix} G_{Nama,BOD\ size} \\ G_{AROP,BOD\ size} \\ \vdots \\ G_{UG,BOD\ size} \end{matrix}$$

مع توحيد المعالجة لباقي الشركات بالاقتصار على حجم المجلس ككل. لكن لأغراض هذا البحث سيتم التعامل مع متغيرات حجم المجلس ولجانه كلٍّ على حِدَه، وكأنها متغيرات منفصلة وليس ضمن تركيبة هرمية لوضعها في النموذج الإجمالي للحوكمة. إلاّ أن الشيء المميز لهذا الأسلوب أنه لو أراد باحث ما مقارنة هيكلية مجلس الإدارة بين عدة شركات بما في ذلك تفصيل حجمه

وحجوم لجانه حسب المعايير والقواعد المعتمدة، فيمكنه تركيب المتغيرات وفق هرمية حجم المجلس بين عدّة شركات كمايلي:



٢-عدد اللجان المتفرعة عن مجلس الإدارة:

أما وجود من عدم وجود اللجان الأساسية التابعة لمجلس الإدارة فتقاس كمايلي:

أعطى (Aiyesha Dey 2008, p: 1150) قيمة /٢/ لهذا المتغير (Commt No.) في حال وجود أربع لجان تابعة لمجلس الإدارة وهي: لجنة المراجعة، والتعويضات، والتسمية، والحوكمة)، وقيمة /١/ في حال غياب لجنة التسمية أو لجنة المراجعة، و/٠/ في حال عدم وجود كِلا هاتين اللجنتين. يرغب الباحث هنا تعديل طريقة القياس كمايلي:

لِما في ذلك، برأي الباحث، من عدالة أكبر في القياس، حيث قد لا تمتلك كثير من المجالس لجان تسمية وحوكمة. وفي هذا المتغير يتقدَّم الباحث على مؤشر الحوكمة الهندي مثلاً، الذي يختبر وجود فقط لجنة حوكمة ولجنة تعويضات (N. Balasubramanian et al. 2010, p:15).

٣- الأعضاء الخارجيين:

يرمز البحث إلى نسبة الأعضاء الخارجيين (غير التنفيذيين) بـ*BOD outsiders %*، يستخدم البعض هذه النسبة كمقياس لاستقلال مجلس الإدارة (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 637, Aiyesha Dey 2008, p: 1152). وبينما تشير بعض التقارير ألاَّ يقل عدد الأعضاء المستقلِّين عن الثلث، تشير تقارير أخرى إلى ضرورة زيادة عددهم إلى النصف[١] (بدون رئيس مجلس الإدارة) بشكل متسارع خاصة في الشركات ذات هيكل ملكية مشتت وليس لديها حملة أسهم مسيطِرين(Michel Menjucq, 2005, p: 1010, John Buchanan 2007, p: 27)، بينما يبلغ عددهم نموذجياً في دراسات أخرى حوالي ٩ من ١٢ أي حوالي ٧٥%، أو ٧ من ٩ أعضاء (David F. Larcker, et al. 2004, p: 6,7)، كما أن معظم أعضاء لجان المراجعة والتعويضات والتسمية هم أعضاء خارجيون. ينبغي أن تكون أغلبية أعضاء المجلس مستقلين[٢] وكل لجانه مستقلة حسب توصيات الـ NYSE (William R. Baber and Lihong Liang 2008, p: 2; John Buchanan 2007, p: 27). لكن هنالك بعض الأدلة لدى larcker وزملاؤه بأن رؤساء كل من هذه اللجان هو عضو حليف. في سورية ينبغي أن يكون أغلب اعضاء المجلس غير تنفيذيين على أن لايقل عدد المستقلين منهم عن ثلث المجلس (القرار ٣١/م قواعد الحوكمة في الشركات المساهمة في سورية، لعام ٢٠٠٨، ص: ١٣). ترمز بعض الدراسات لهذه النسبة بـ "*Power.Ratio*" للتعبير عن مدى استقلال هؤلاء الأعضاء[٣] (David T. Tan, p: 42)، لذلك سيتم دراسة تأثير الأعضاء من شركات حليفة في المتغير التالي.

٤- العضو المنضم (أوالحليف)[٤]:

يمكن دراسة تأثير الأعضاء من شركات حليفة أو تابعة على استقلال المجلس ككل *%BOD affiliated*. أما نسبة الأعضاء في لجان المراجعة والتعويضات والتسمية من شركات حليفة فيرمز

---

[١] توصية دليل الحوكمة الموحد في بريطانيا، في الفصل A.3.2 غير المُلزِمة.

[٢] تتطلب سوق نيويورك لتبادل الأوراق المالية في الفصل 303A.01 من معايير الإدراج لديها بأن يكون لدى الشركات أغلبية من الأعضاء المستقلين في مجلس إدارة كل منها، وأن هذا سيزيد من جودة إشراف المجلس ويقلل من إمكانية حصول تضارب ضار في المصالح.

[٣] في بعض الدراسات (Turki Bugshan, p:77) لم يُستخدَم متغير متفرع إلى قسمين ما إذا كان لأعضاء الخارجيين أغلبية في المجلس أم لا لقياس استقلال المجلس، لأن ٦% فقط من عينته كان لديها أقل من ٥٠% من الأعضاء الخارجيين. بالتالي لم يحتاج إلى إدراج استقلال المجلس كمتغير في دراسته خاصة بعد أن استخدم الوسيط لإزالة الأثر المعوض.

[٤] سيشار بكلمة حليف أو منتسب للدلالة على نفس المعنى للكلمة المقابلة باللغة الإنكليزية affiliated.

لها بـ *%AC affiliated, %CC affiliated, and %RC affiliated* على التوالي. وإذا كان رئيس أي لجنة متفرعة من المجلس هو العضو أو من الأعضاء المنتسبين أي من شركة حليفة فإن التأثير على الإستقلال يصبح أكبر كون رئيس اللجنة له أرجحية في اتخاذ القرارات عند تساوي الأصوات أو من خلال ممارسته لنفوذه على باقي أعضاء اللجنة؛ ما يُخَفِّض من استقلال اللجنة، لذلك فإن هذا المتغير البسيط يساوي (١) إذا كان رئيس اللجنة من شركة حليفة و(٠) بغير ذالك، ويأخذ إشارة سالبة؛ ويرمز لهذه المتغيرات البسيطة بـ *AC chair affiliated, CC chair affiliated, RC chair affiliated* على التوالي.

$$G_{BOD\ affiliated} = \begin{matrix} G_{Nama,BOD\ affiliated} & G_{Nama,AC\ affiliated} & G_{Nama,CC\ affiliated} & G_{Nama,RC\ affiliated} \\ G_{AROP,BOD\ affiliated} & & & \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \cdots & \cdots & \cdots & G_{UG,RC\ affiliated} \end{matrix}$$

في حال عدم توفر بيانات عن لجان، أو عدم وجود لجان معينة في مجلس إدارة شركة ما في سوق ما، أو عدم توفر بيانات حولها لدى الباحث يمكن الاكتفاء بشعاع متغير المجلس ككل $BOD\ affiliated$ كما يلي:

$$G_{BOD\ affiliated} = \begin{matrix} G_{Nama,BOD\ affiliated} \\ G_{AROP,BOD\ affiliated} \\ \vdots \\ G_{UG,BOD\ affiliated} \end{matrix}$$

مع توحيد المعالجة لباقي الشركات.

٥-الازدواجية Duality:

انسجاماً مع الأدبيات السابقة (Turki Bugshan 2005,76; Kashif Rashid 2008, p:23; David T. Tan 2009, p:43) يرمز لهذا المتغير البسيط بـ *Duality CEO & Chair person* وهو يساوي (١) إن كان نفس الشخص يشغل منصبَي المدير التنفيذي الرئيس ورئيس مجلس الإدارة معاً بنفس الوقت، وصفر (٠) بغير ذلك. يوضِّح David F. Larcker, et al. 2004، بأن الازدواجية في تولي هذين المنصبين هو أمر شائع في الولايات المتحدة، وإن كانت الممارسات قد تحسنت منذ ذلك الحين، على كل حال وجود الازدواجية يأخذ إشارة سالبة في معادلة

النموذج (−). وما إذا كان رئيس مجلس الإدارة هو شخص غير تنفيذي بـ "*Non.Exe.Chair*"، وقد يرمز البعض في حال تولي أحد المدراء الداخليين غير الـ CEO منصب رئيس مجلس الإدارة بـ *Insider Chairman*. لذلك يستخدم بعض الباحثين مؤشر "هيمنة المدير التنفيذي الرئيسي *CEO dominance*" كمؤشر أوسع إن لم يكن رئيس مجلس الإدارة مستقلاً، والعبرة في ذلك أنه من غير المُرَجَّح أن يستطيع رئيس مجلس الإدارة مُساءلة المدير التنفيذي الرئيسي إن تحققت إحدى الحالات التالية: أ) إن كان رئيس مجلس الإدارة هو نفسه المدير التنفيذي الرئيسي، ب) أو كان مديراً تنفيذياً حالياً، أو جـ) مديراً تنفيذياً سابقاً خلال السنوات الخمس الماضية (Turki Bugshan, p: 76).

لذلك يرغب الباحث هنا تبني المؤشر الأوسع والأكثر تعبيراً عن استقلال رئيس مجلس الإدارة وسيتم توزيع هذا المؤشر على ثلاثة أسئلة جوهرية يساوي أي منها (−١) أن تحقق أي من الشروط الثلاثة أعلاه (أ، ب، ج)، ويساوي (٠) بغير ذلك.

على كل تشير بعض الدراسات إلى وجود ممارسة بأن يكون رئيس مجلس الإدارة من التنفيذيين الداخليين.

أما بالنسبة للمجلس المؤلف من طبقتين، استخدم (Mariana Martynova and Luc Renneboog 2005, p: 29) مقياس /٢/ من أصل /٥/ نقاط إن كان ممنوع أن يحدث تداخل بين الإدارة وعضوية المجلس الإشرافي، و/٠/ بغير ذلك (أن ألا يكون عضو المجلس الإشرافي من الإدارة التنفيذية؛ وتستثني بعض الدراسات ممثل العاملين من هذا الشرط). على كلٍّ، سيعطي البحث قيمة /١/ أن تحقق شرط الاستقلال القائم على عدم التداخل و/٠/ بغير ذلك؛ في حال وجود مجلس إشرافي.

٦-العضو النشط والفعال:

متغير العضو القائد، هو متغير بسيط يساوي الواحد (١) إن كان هنالك عضو خارجي يمكنه الدعوة إلى عقد اجتماعات لكل الأعضاء الخارجيين في جلسة تنفيذية، وصفر (٠) بغير ذلك؛ ويرمز له بـ *Lead director*، ولم يكن وجود مثل هذا العضو الخارجي القائد شائعاً في الولايات المتحدة الأمريكية (David F. Larcker, et al. 2004, p: 7). لذلك فإن دليلاً على وجود مثل

هذا العضو في الشركات السورية سيعتبر تقدماً نوعياً بالنسبة لهذا المتغير، وسيعتبر وجوده مؤشر إيجابي (+). أكثر من ذلك استخدم بعض الباحثين هذا المتغير كمتغير بديل لكون رئيس مجلس الإدارة من الأعضاء الخارجيين، أي بديل لمتغير ازدواجية منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيس Duality (Bernard S. Balack, et al. 2008, p:35).

بالتالي تكون *الفرضية ١هـ): يعزز وجود عضو مجلس إدارة فعال غير رئيس المجلس من أداء المجلس.*

<u>٧- الأعضاء كبار السن:</u>

يُشار إلى نسبة الأعضاء فوق عمر الـ ٧٠ عام بـ *%BODmemberOld,*. وينبغي أن يكون معظم أعضاء المجلس غير كبار السن بشكل زائد (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p:6,7)، لذلك فإن تجاوزت نسبة كبار السن الـ ٥٠% من عدد أعضاء المجلس فهذا يعطي إشارة سالبة (−) في معادلة النموذج. معظم المجالس لا تغلب عليها هذه الصفة. وبذلك يمكن وضع فرضية هنا:

الفرضية ١و) كلما زادت نسبة الأعضاء كبار السن (فوق السبعين) عن ٥٠% من حجم المجلس كلما ضعف أداؤه، وساهم ذلك في إضعاف حوكمة الشركة وأدائها.

<u>٨- العضو الداخلي:</u>

يبلغ العدد النموذجي لأعضاء مجلس الإدارة الداخليين حسب دراسات سابقة عضواً أو اثنين[1].

يرمز البحث إلى نسبة المدراء الداخليين (التنفيذيين) بـ *% BOD insiders.*

<u>٩-تركيبة واستقلال لجان المجلس:</u>

كان الباحث قد عرض لحجوم لجان المجلس *AC size, CC size, and RC size* على التوالي ضمن بند حجم مجلس الإدارة، وعدد الأعضاء الخارجيين في كل لجنة للدلالة على مدى تعزيز استقلاليتها (*%AC outsiders, %CC outsiders, and %RC outsiders*). لكن إن كان هذا العضو الخارجي هو من شركة حليفة (*%AC affiliated, %CC affiliated, and %RC affiliated%*)، فقد يضعف ذلك من الوصول إلى مستوى الاستقلال المرغوب. ويمكن استخدام

[1] David F. Larcker, et al., Op.Cit., p: 7.

متغير بسيط Indp–AudComm يأخذ القيمة /١/ إن كان كل أعضاء لجنة المراجعة مستقلين، و/٠/ بغير ذلك.

وبالنسبة للجان المجلس عموماً (وخاصة التسمية والتعويضات؛ لأن لجنة المراجعة يُفتَرَض أن تكون مستقلة بالكامل) فينبغي ألاَّ يكون الـ CEO عضواً في أي منهما. وذلك للتخفيف من سيطرته على التعيينات والتعويضات وعلى الشركة عموماً تجاه حملة الأسهم وأصحاب المصالح. لذلك يعطى المتغير CEO–CC.RC.omt قيمة /١/ إن كان الـ CEO عضواً في لجنة التسمية أو التعويضات، و/٠/ بغير ذلك، يحمل هذا المتغير إشارة السالبة للدلالة على أنها ممارسة غير مرغوبة.

١٠-الخبرة المالية في لجنة المراجعة:

يبقى هنالك ضرورة لوجود عضو واحد على الأقل ذو خبرة مالية ضمن تركيبة لجنة المراجعة (Bernard S. Black et al. 2006, p:33). رَمَزَت Aiyesha Dey لهذا المتغير بـ Fin–Expert، ويساوي /١/ في حال وجوده، و/٠/ بغير ذلك (Aiyesha Dey 2008, p: 1151). بينما يعتبر الباحث أن الحدّ الأدنى المطلوب هو وجود خبير واحد على الأقل في تركيبة لجنة المراجعة؛ لذلك سيرمز البحث بالرمز *AudFin%* لهذا المتغير، ومن الأفضل أن يُقاس بنسبة الأعضاء ذوي الخبرة المالية في لجنة المراجعة إلى إجمالي عدد أعضاء اللجنة.

ويُعَرَّف الخبير المالي هنا بأنه من عمل سابقاً في المجال المالي أو المحاسبي، أو لديه شهادة في المحاسبة، أو أية خبرة مماثلة تدعم مهارة الشخص المالية (Turki Bugshan, p: 42). في حين يُعَرِّف قانون SOX بأنه أي عضو لديه شهادة أو خبرة محاسب مُجاز، أو مُراجِع، أو موظف مالي رئيسي، أو مراقِب مالي، أو محاسب رئيسي لمُصدِر أوراق مالية، أو عمل في منصِب يتطلَّب فهم مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً والقوائم المالية؛ أو خبرة في إعداد ومراجعة القوائم المالية؛ أو خبرة في تطبيق مثل هذه المبادئ فيما يتعلق بالمحاسبة عن التقديرات، والمستحقات، والاحتياطيات، أو خبرة في الرقابة المحاسبية الداخلية، وفهم لوظائف لجنة المراجعة (Aiyesha Dey 2008, p: 1151).

على كل حال، يعتبِر الباحث أن إضافة هذا المُتغِّير إلى المؤشر في هذا البحث يتفوق بذلك على بعض المؤشرات لدى بعض الدراسات مثل مؤشر الحوكمة الهندي (لدى N. Balasubramanian et al. 2010, p: 15)، الذي اكتفى باختبار وجود لجنة للمراجعة ذات أغلبية مستقلة من الأعضاء.

١١-تنوع تركيبة المجلس:

سيكتفي الباحث هنا بأخذ متغير قرين (ذكر وأنثى) للإشارة إلى التنوع الديموغرافي في تركيبة المجلس. ويرمز الباحث لهذا المتغير بـ Homogeneous% (أو للاختصار Homo%) ويقاس بنسبة وجود الذكور في المجلس، وتكون الإشارة سالبة مع ازدياد نسبة الذكور إلى إجمالي حجم المجلس. يمكن التوسع والتفصيل في هذا المتغير ليشمل دراسة لجان المجلس في حال توفرت بيانات عن لجان المجلس. بالتالي يمكن معرفة أية لجان عرضة للأخطار المرافقة لعدم التنوع في تركيبتها.

فرضية ١ن) ينعكس تنوع مجلس الإدارة إيجاباً على حوكمة الشركة وأدائها (القرينة هي نسبة الإناث في مجالس الإدارة).

مؤشر إجراءات المجلس Board Procedure Index 1-2

<u>١- مزيج التعويضات:</u>

يُقاس مزيج التعويضات بالتمييز بين مكوِّنَيْن رئيسيين؛ أولاً: نسبة تعويض المدير التنفيذي الرئيس السنوي الإجمالي الذي يعتمد على خطط الأداء متوسطة وطويلة الأمد وخيارات الأسهم ومِنَح الأسهم المقيَّدة (*Long Term Mix %*)، ثانياً: نسبة التعويض المؤلفة من خطط الأداء والمكافآت السنوية *(%Accounting Mix)* [١]. يمكن الحصول على بيانات هذه المتغيرات من جداول الرواتب والأجور، و/أو التقارير المالية السنوية، و/أو قواعد البيانات في حال توفرها. وتشير دراسة (David F. Larcker, et al. 2004, p: 9) إلى أن الشركات تدفع أكثر من ٥٠% بقليل من

[١] يُقَيَّم الراتب والعلاوات والحوافز السنوية على أساس المدفوعات، بينما تُقَيَّم خطط الأداء باستخدام نسبة الإنجاز، خيارات الأسهم تُقيَّم باستخدام نموذج Black-Scholes، والأسهم المُقيَّدة باستخدام سعر السهم في تاريخ المنح.

التعويضات التحفيزية على شكل تعويضات تستند على الأداء بعيد الأمد للمدير التنفيذي الرئيس، وحوالي ١٦% من مزيج التعويضات يعطى على أساس محاسبي. كما تؤخذ حِزَم التعويضات لكِلا باقي المدراء وأعضاء مجلس الإدارة بعين الاعتبار.

تقسم بعض الدراسات مزيج التعويضات بحسب ارتباطها بالأداء إلى مدفوعات ثابتة ومتغيرة. تضمن المدفوعات الثابتة لأعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين "*%Non.Exe.Fix.Pay*" والمدراء "*%Exe.Fix.Pay*" من الراتب، والمكافأة السنوية، والتعويضات، والأجور، والمزايا العينية، والمستحقات الأخرى. أما المكون المتغير من التعويضات لأعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين "*%Non.Exe.Var.Pay*" والمدراء "*%Exe.Var.Pay*" فهو يتضمن العلاوات النقدية، والأسهم، والحقوق، والخيارات، وخطط التحفيز بعيدة الأمد (David T. Tan, OpCit. p: 43).

على الرغم من التوصية بوجود حِزَم تعويضات تتعلق بالأداء طويل الأمد لكن ينبغي مراقبة الممارسة غير المرغوبة حوكمياً؛ بوجود إقراض من الشركة لأعضاء مجلس الإدارة أو لمدرائها التنفيذيين. لذلك يرمز لمتغير تحريم إقراض هؤلاء الأشخاص بـ "Dir.Exe.loans". وهو متغير بسيط يساوي /١/ في حال العثور على هذه الحالة، و/٠/ بغير ذلك. مع أخذ حجم الإقراض بعين الاعتبار. يأخذ هذا المتغير الإشارة السالبة كممارسة غير مرغوبة. خاصة إذا استخدم هؤلاء الأعضاء أو المدراء الأموال المقترَضَة من الشركة لشراء أسهم في الشركة (Bernard S. Black et al. 2006, p: 33).

٢- انشغال العضو:

(عدد المجالس التي يشغل منصب العضوية فيها، شرط عدم عضوية مجلس شركة منافسة): يرمز لنسبة الأعضاء الخارجيين والمنتسبين الذين يخدمون في أربعة مجالس أو أكثر، ونسبة لأعضاء الداخليين الذين يساهمون في عضوية مجلسي إدارة أو أكثر[1] بـ *%Busy outsiders, %Busy affiliate and %Busy insiders* على التوالي. تُصَنِّف نتائج بعض الدراسات السابقة الأعضاء الداخليين على أنهم مشغولون، على عكس الخارجيين والمنتسبين الذين تم تصنيفهم على أنهم غير منشغلين (David F. Larcker, et al. 2004, p: 7). وحسب قواعد الحوكمة السورية ينبغي ألاَّ يكون العضو بصفته الشخصية أو الاعتبارية عضواً في أكثر من خمس شركات

[1] David F. Larcker, et al., Ipid, P: 6.

مساهِمة ممن تجري عليها أحكام قانون الشركات في سورية (القرار ٣١/م قواعد الحوكمة في الشركات المساهمة، لعام ٢٠٠٨، ص: ١٣).

الفرضية ١ي) معظم أعضاء مجالس الإدارة منشغلون، ما ينعكس سلباً على حوكمة الشركات، وبالتالي على أدائها.

٣-التسمية من قبل الداخليين للعضو الخارجي أو الحليف:

يرمز للعضو الخارجي أو الحليف الذي يتم تعيينه من قبل الداخليين بـ *%Affiliated appointed and %Outsiders appointed* على التوالي. تم قياس هذا المتغير بمقارنة فترة عضوية العضو الحالي إلى الفترة القصوى لمجموعة الأعضاء الداخليين. فإن لم يكن هنالك أعضاء منتسبين فإن هذا المتغير يساوي الصفر (٠). ولوحظ في أمريكا بأن نسبة كبيرة من الأعضاء الخارجيين والمنتسبين يتم تعيينهم من قبل أعضاء داخليين حاليين (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 7).

٤-الاجتماعات (عدد الاجتماعات)

في حين أن David f. Larcker et. al. 2004 استخدم في نموذجه فقط ثلاث قرائن لعدد اجتماعات المجلس وكل من لجنة المراجعة ولجنة التعويضات، ستتم الإشارة في هذا البحث إلى عدد اجتماعات كل من مجلس الإدارة ككل، وأعضاء المجلس المستقلين و/أو الخارجيين لوحدهم، وكل من اللجان الفرعية المتفرعة عن المجلس (المراجعة، والتعويضات، والتسمية) على حِدَه بـ *# BOD meetings,# IndBoM meetings, # AC meetings, # CC meetings,# RC meetings*، آخذين بعين الاعتبار أهمية اجتماع أعضاء المجلس الخارجيين والمستقلين بشكل مستقل عن باقي أعضاء المجلس الداخليين عدداً من المرات (Aiyesha Dey 2008, p: 1152). على كلٍّ، تشير الدراسات السابقة بأن مجالس الإدارة تجتمع (٧) مرات سنويا بشكل نموذجي، وبعضهم يشير إلى (٤) اجتماعات منتظمة بالحد الأدنى للمجلس الرئيسي (محمد مصطفى سليمان، ٢٠٠٨، ص:٤١؛ Bernard s. Black et al. 2006, p:33)، وأعضاء المجلس المستقلين (أو الخارجيين يجتمعون أربع مرات بشكل منفصل عن الداخليين على الأقل).

كذلك الأمر بالنسبة للجنة المراجعة أن تعقد أربع اجتماعات سنوياً على الأقل بكامل أعضائها، إلا في الظروف الاستثنائية (أشرف حنا ميخائيل، ٢٠٠٥، ص: ١٨٢).

تهتم بعض الدراسات كذلك بنسب حضور الاجتماعات؛ إذ ينبغي ألا تقل عن ٧٥% حسب دراسة (Bernard S. Black et al. 2006, p:33) بمن فيهم الأعضاء الخارجيين.

٥-تسجيل منصب العضو الداخلي في محاضر اجتماعات المجلس

والسؤال الإجرائي المطروح هنا هو: هل يتم تسجيل منصب العضو الداخلي في محاضر اجتماعات مجلس الإدارة (١)، أم لا(٠)، وسيرمز له بـ *DirPosition*.

٦-التقويم الذاتي:

من المُرَجَّح أن يُعَزِّز وجود نوع من التقويم الرسمي نوعية وظائف المجلس (محمد مصطفى سليمان، ٢٠٠٨، ص:٤٩). الممارسة المُثلى في مُعظَم الشركات، أن يُجري المجلس تقويماً ذاتياً على أساس سنوي، على الرغم من إمكانية تفويض لجنة المراجعة بمسؤولية تقويم أداء المجلس. وسيرمز البحث هنا بـ BoD-Eval لمتغير يأخذ القيمة /١/ في حال وجود مثل هذا الإجراء، و/٠/ بغير ذلك (Aiyesha Dey 2008, p: 1152). بالتالي:

فرضية ال) لا تُجري الشركات محل الدراسة تقويماً ذاتياً دوري لمجلس الإدارة، على الرغم من أهمية هذا التقويم في تحسين فعالية المجلس وبالتالي في حوكمة الشركة وأدائها.

٧-معدَّل دوران الـ CEO:

قد يكون مصطلح الـ CEO حديثاً بعض الشيء في البلدان محل الدراسة. ففي الصين (كما في الكثير من البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة) استُخدِم مصطلح (المدير العام "zongjinli") للدلالة على أعلى مدير تنفيذي في الشركة.

وسيتم أخذ الاعتبارات التالية عند تحديد الـ CEO ومعدل دورانه للشركات محل الدراسة:

تحديد الـ CEO ومعدَّل دورانه في الشركة محل الدراسة
هل اسم رئيس مجلس الإدارة مُدرج على جدول الرواتب؟ إن كان الجواب لا، فالمدير العام هو الـ CEO.
كم تم تعيين CEO منذ تأسيس الشركة؟
هل يمكن تزويد الباحث بتواريخ تعيين وترك الـ CEO السابقين؟

متى تاريخ تعيين الـ CEO الحالي؟
كم CEO تركوا الشركة بسبب الوفاة، المرض، التقاعد، أو تغير السيطرة كالاستحواذ (ليتم استبعادهم من معدل الدوران على أساس الأداء)؟

بالتالي يُعطى المتغير CEOturnover القيمة /١/ كل مرَّة إن تم استبداله إثر الأداء الضعيف، و/٠/ بغير ذلك؛ بحيث يكون معدل دوران الـCEO هو عدد المدراء التنفيذيين الرئيسيين الذين تم تغييرهم إثر أداء الشركة السيء. بالتالي، تكون الفرضية هنا:

فرضية ١س) يعكس تغيير المدراء التنفيذيين الرئيسيين إثر أداء ضعيف ممارسة حوكمية جيدة يُقدِّرها المستثمرون في السوق إيجابياً .

٢- قرائن حملة الأسهم والدائنين (هيكل الملكية Sub-idex 2):

من الهام الحصول على معلومات حول هيكل الملكية كما يلي:

٢-١ تكاليف الوكالة Ac (هيكل وتركُّز الملكية)

يهتم هذا المؤشر بتوزع نسب الملكية (١% وما فوق بالنسبة للأفراد، و٥% وما فوق بشكل عام)، ومعرفة أعلى نسبة مساهَمة، والخمس الأوائل والعشر الأوائل، وأصحاب الحصص – أي أعلى عشرون نسبة مساهَمة)، ثم معرفة ملكية رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيسي، وباقي أعضاء مجلس الإدارة بالكامل، والإداريين (١% وما فوق للأفراد). ويرمز لمجموع نسبة الملكية الداخلية بـ "*%Inside*".

يمكن الاستفادة من دراسة هيكل الملكية معرفة تركز الملكية الذي يقاس عادة بنسبة مجموع الأسهم التي يمتلكها حملة أكبر ٢٠ حصة مقسّمةً على إجمالي الأسهم في الشركة. حيث تتطلب أنظمة عدد من الأسواق الإفصاح عن نسبة أكبر ٢٠ مساهم في الشركة (Turki Bugshan, p: 60, 76).

أمَّا بالنسبة لملكية أعضاء مجلس الإدارة والإداريين، فإن متغيرات الملكية هي نسبة الأسهم العادية المدفوعة *outstanding* المملوكة بالمتوسط للعضو الخارجي والخارجيين عموماً وسيرمز لها بـ *%Outsiders own* بما فيهم الأفراد والأشخاص الاعتباريين، ولنسبة الأسهم المملوكة من قبل المدير التنفيذي الرئيس بـ *%CEO own*، ولنسبة الأسهم المملوكة للعضو التنفيذي وسطياً بعد

استبعاد ملكية المدير التنفيذي الرئيسي بـ(*%Exec own (Excl.CEO*[1]. كما سيرمز البحث لنسبة الأسهم المملوكة للمدير المنتسب وسطياً بـ *%Affiliated own*، ويمكن هنا اعتماد مقياس الوسيط لقياس هذه المتغيرات، حيث تشير الدراسات إلى أن وسيط ملكية أعضاء المجالس والإداريين هو أقل من ١% من رأس المال المدفوع، إلاّ أن هنالك التواء هام في توزع المشاهدات عند استخدام الوسط الحسابي حيث ظهرت قيمه أكبر من قيم الوسيط بشكل ملحوظ (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 8).

أما ملكية المدراء والموظفين يمكن الرمز لها بـ***%Managown*** أو ***%Manag Insid***، حيث أنها تُعتبَر من ملكية الداخليين (Aiyesha Dey 2008, p: 1153).

من جهة أخرى يحسب (Bernard S. Black and Vikramaditya S. Khanna, 2007, p: 18) الملكية الداخلية بالعلاقة التالية:

$$inside = \frac{onership\ by\ largest\ shareholder}{total\ shares\ (excluding\ shares\ held\ by\ foreign\ JV\ partner}$$

استخدم البعض متغيرين للتعبير عن فعالية مُلكية أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين، وهما: أ) OutDir–Stock عدد الأسهم (بما فيها الأسهم المُقيَّدة) التي يتلقَّاها العضو غير التنفيذي الخارجي مقسومة على أسهم رأس المال المدفوع؛ ب) OutDir–Option في حال وجود هذا النوع من التعويضات، وهو عدد الخيارات التي يتلقَّاها هذا العضو الخارجي مقسومة على أسهم رأس المال المدفوع (Aiyesha Dey 2008, p: 1153).

٢-٢- *الحصص Blocks:*

تم قياس الملكية المؤسساتية بنسبة أصحاب الحصص (فقط الأشخاص الاعتباريين)[2] من أسهم رأس المال المدفوع (*% Block own*)، وعدد أصحاب الحصص (*Block #*)، ويرمز لأكبر المساهمين المؤسساتيين (*% Largest own*) حيث غالباً ما تكون أكبر نسبة مساهمة هي للأشخاص الاعتباريين، كون القانون يحدد الحد الأقصى لنسبة مساهمة الأفراد في شركة مُدرَجة (٢% في سورية). مثلاً، في عينة D. F. Larcker, et al 2004, p: 8، بلغت مجموع نسبتي

[1] تم استبعاد خيارات الأسهم من حسابات البحث لملكية أعضاء مجالس الإدارة والإداريين، ولعدم انتشارها في سورية.
[2] يُعَرَّف صاحب الحصة الكبيرة نسبياً من الأشخاص الاعتباريين الذين يملكون ٥% أو أكثر من رأس المال.

أعلى مساهمة ١٦%، مع أكبر مساهمة ٩%. عرَّف (Attiya Y. Javed and Robina Iqbal, 2007, p: 11) صاحب الحصة بأنه المستثمر الذي يملِك أكثر من ١٠%. على كُلٍّ، من يمتلك ٥% وما فوق من أسهم رأس المال المدفوع يعتبر من أصحاب الحصص في هذا البحث.

٣-٢ *المساهِمون النشِطون activist block-holders*

قِيس هذا المتغير بعدد المساهمين الاعتباريين النشطين (*# Activists*)، وبنسبة أسهمهم المملوكة (*% Activists own*)[١]. بلغت هذه النسبة في دراسة D. F. Larcker, et al 2004, p: 8 حوالي (٧) مساهمِين نشِطين لكن نسبتهم كانت منخفضة (بوسطي ٢%).

على كلٍّ حال، استبعد (Turki Bugshan 2005, p: 191) نشاط حملة الأسهم من نموذجه لدراسة حوكمة الشركات وإدارة الأرباح والمحتوى المعلوماتي للربح المحاسبي لثلاثة أسباب: أ) يقاس نشاط حملة الأسهم في الأدبيات عادة بالتركيز على مقترحاتهم أو قراراتهم بشكل كبير. ولايمكن لمثل هذا المقياس أن يكون فعالاً، بسبب إمكانيِّة إهمال مُعظم الاقتراحات من قِبَل الإدارة، ب) هنالك نقص في الأدلة التطبيقية حول جوهرية أثر نشاط حملة الأسهم؛ مثلاً، قام بعض الباحثين بمسح للأدلة الموجودة حول نشاط حملة الأسهم، فلم يجدوا أي دليل يربط بين هذا النشاط وقيمة الشركة. جـ) يُقَاس الأثر والقدرة الكامنة لنشاط حامل الأسهم من خلال تركُّز الملكية (وهو متضمن في النموذج)؛ حيث يحتج Shleifer and Vishny (1986) بأن وجود حملة أسهم خارجيين ذوي حصص كبيرة يزيد من أرجحية استهداف حملة الأسهم النشطين للشركة. إضافة إلى أن تضمين نشاط حملة الأسهم قد يُوَلِّد مشاكل تداخل في النموذج.

على كل يقترح تقرير كادبوري في بريطانيا على المستثمرين المؤسساتيين أن (Jill Solomon, 2010, p:123,124):

- يُشجِّعوا اللقاءات بين ممثليهم وبين باقي أعضاء مجلس الإدارة وكبار المدراء (شخص – لشخص) بما يُطلَق عليه "الارتباط والحوار".

---

[١] عادة ما يتم تصنيف صناديق التقاعد ومؤسسات التأمين الاجتماعية والاتحادات والنقابات كمساهمين مؤسساتيين اعتباريين نشطين أو فاعلين، كذلك يضيف الباحث البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين ممن يملكون نسبة مساهمة ٥% وما فوق عموماً.

- تفعيل استخدام حقوقهم التصويتية بشكل إيجابي، والتأثير من خلال قرارات الهيئة العامة للمساهمين،
- وإيلاء انتباه لتركيبة مجلس الإدارة،

النتيجة المرغوبة من ذلك هي تلاقي مصالح المستثمرين والإدارة، ومن أهم المبادرات في هذا المجال: تنمية ما يُسمَّى "بالمشاركة الرابحة"، و"استثمار العلاقة" والثقة مع الإدارة، ووضع دليل لتفعيل دور المساهمين "Code of Activism" لتنظيم وتأطير هذا الدور الرقابي المرغوب من المساهمين الاعتباريين، وأثره على باقي أصحاب المصالح والمجتمع ككل، واستعادة الثقة بالمؤسسات المالية.

وقد يكون إلقاء الضوء على أهم العوامل التي تؤثِّر في تعزيز نشاط المساهمين المؤسساتيين مُفيداً لأغراض استنباط تركيب النموذج وإيجاد المتغيرات ذات العلاقة. وأهم هذه العوامل هو: الحجم؛ فالمستثمرون المؤسساتيون الأكبر لديهم موارد أكبر للتركيز على قضايا حوكمة الشركات التي يستثمرون فيها، كالتصويت. ويُعتبر المستثمِرين الذين يتعقبون مؤشراً مُعيناً (مثل FTSE 100) لتضمين شركات منه في محفظة استثماراتهم، بناءً على تغيرات المُؤشِّر للحصول على عائد يساوي العائد الذي حققه المؤشر على الأقل، بأنَّهُم مستثمِرون سلبيون أو مُنفَعِلون، وهم أقل اهتماماً بحوكمة الشركات نسبياً من المستثمرين النشطِين. والأفضل لهؤلاء عدم البقاء عالِقين في الشركات التي يستثمرون فيها إن لم يكونوا راضين عن أداء الإدارة. فمن مصلحتهم ممارسة حقوق تصويتهم للوصول إلى حوار للتأثير على الشركة (Jill Solomon, p: 145).

من جهة أُخرى ليس من السهل على كبار المساهمين المؤسساتيين التغيير بسهولة لما له من أثر على السوق ككل؛ لذلك هم أكثر تحفيزاً لتحسين الشركات التي يستثمِرون فيها من خلال فعاليتهم ونشاطهم المباشر. ومن المُتوَقَّع تنوُّع سلوك المساهمين المؤسساتيين تجاه حوكمة الشركات؛ لذلك فهم مجموعة غير مُتجانسة فيما يتعلَّق بحوكمة الشركات، حيث يُفتَرَض أن صناديق التقاعد هي أكثرها نشاطاً، نظرياً.

٢-٤ المستثمِرون الأجانب *Foreign Ownership*

تُعرَّف المُلكية للأجانب لأغراض هذا البحث ودراسة الحالة في سورية: بأنها (نسبة إجمالي الأسهم المملوكة لغير السوريين/ نسبة الأسهم غير المملوكة من قِبَل أكبر حامل أسهم (*% Forein-own*) . بلغت هذه النسبة في دراسة (Bernard S. Black and Vikramaditya S. Khanna, 2007, p: 19) حوالي (0.029%) وسطياً. بينما يحسب (Bernard S. Black, et al. 2008, p: 37) في موضع آخر هذا المتغير بأنه قيمة الأسهم العادية المملوكة من قِبَل المستثمرين الأجانب / إجمالي الأسهم العادية المدفوعة. لايعني ورود المتغير هنا أنه من ضمن الآليات الداخلية بالضرورة. بل يمكن تصنيف هذا المتغير ضمن الآليات الخارجية. والمعيار في ذلك أنه إن كانت نسبة ملكية مستثمر أجنبي غالبة، فهو من الداخليين. أما إن كانت ملكية المستثمرين الأجانب مشتتة أو من أصحاب الحصص (من ٥ إلى ١٠%) فهي آليّة خارجية.

٢-٥ متغيرات التحصُّن ومضادات الاستحواذ Anti takeover and Entrnchment sub-index

يتألف هذا المؤشر الفرعي عادة من ستة متغيرات: تقاس عادةً باستخدام مؤشر حول ما إذا كان لدى الشركة ١) مجلس إدارة متعاقب مُنتخَب جزئياً (أي يستمر أعضاؤه لأكثر من دورة *Staggered board*)؛ ٢) وما إذا كان الأمر يتطلَّب أغلبية ساحقة من الأصوات لاتخاذ القرار (*Supermajority*) خاصة قرارات الاندماج والاستحواذ وتعديل النظام الأساسي وتغيير الإدارة العليا؛ ٣) وما إذا كان تأسيس الشركة في بيئة حماية أكبر نسبياً للإدارة المُعَيَّنة (ما يمنع الاستيلاء عليها من مستثمرين خارجيين) (*State Incorporated*) ويستخدم الباحث هنا نسبة ملكية القطاع العام في الشركة State own% كقرين معقول لهذ المتغير؛ ٤) وما إذا كان لديها أسهم ذات أصوات متساوية (قاعدة سهم واحد – صوت واحد)، أم فئتين من الأسهم (*Unequal voting*)؛ ٥) ويمكن ممارسة ما يسمى "*بالحبة المسمومة*"، أو يمكن شراء الأسهم بخصم جوهري من قبل حملة أسهم حاليين إذا ما حدثت محاولة استحواذ عدائية (*Poison pill*)[١]. هنالك (٦٣%) من عيّنة (David F. Larcker, et al. 2004, p: 10) تتضمن مجلس إدارة متعاقب، و ٢٤%

[١] هنالك متغيرات أخرى من مُضادات الاستحواذ، لكن البحث هنا سيكتفي بمجموعة فرعية أساسية.

تتطلب أغلبية ساحقة من الأصوات لاتخاذ القرارات، و ٨% تم تأسيسها بناءً على قوانين وأنظمة صديقة للإدارت على حساب المساهمين (خاصة مساهمي الأقلية)، و ٩% لديها فئتين من الأسهم، و ٥١% لديها أنظمة وبنود تمكِّنها من استخدام ما يسمى بـ "*الحبة السامة*"؛ ٦) أخيراً، الخير الهاطل من السماء Golden Parachuts.

تضيف بعض الدراسات متغير "التهديد المستتر" *Greenmail* وهو يرمز إلى ممارسة إعادة شراء الأسهم ممن يملكها بأعلى من سعر السوق مقابل موافقة البائع على عدم محاولة الاستحواذ على الشركة المُستهدَفة. ويُعتبَر هذا الأسلوب نوعاً من التهديد أو الابتزاز Blackmail. وقد حاولت بعض الشركات منع هذه الممارسة عن طريق إضافة نصوص مضادة لها في نظامها الأساسي لهذا النوع من التهديد المستتر.

يمكن أن يُطلَق على هذه المتغيرات مُسمَّى "مضادات الابتلاع shark repllent". بكل الأحوال، ربما ليس ممكناً استخدام هذا المؤشر الفرعي (أو كل متغيراته) في بعض الحالات، بشكل خاص، عند عدم وجود سوق نشِط للحوكمة في سورية، وقِلَّة عمليات الاندماج والاستحواذ في الدول ذات الأسواق التي تعمل في طَور النمو مثل سورية عموماً، وعدم توفُّر البيانات الكافية عنه. إلا أنه يبقى مؤشراً فرعياً هاماً ضمن مؤشر الحوكمة الكلي، قابلاً للتطبيق في حال توفرت البيانات الكافية عنه.

٢-٦ التصويت التراكمي:

ما إذا كانت الشركة تسمح بالتصويت التراكمي[١](*AccVoting*)، وتطبِّق قاعدة "سهم واحد – صوت واحد". ويرمز له بـ "*Shar1Vot1*".

---

[١] التصويت التراكمي هو إعطاء كل عضو في الاجتماع عدد أصوات بعدد المرشحين وللعضو الحق في أن يوزع هذه الأصوات كما يشاء بينهم. جاء هذا النوع من التصويت ليمكِّن الأقلية من أن تنتخب ممثلاً واحداً على الأقل لجانبها، عندما يعطي كل عضو من الأعضاء الذين ينتمون لهذه الأقلية، مثلاً، كل الأصوات التي يملكها لمرشح واحد. فإذا كان المطلوب هو انتخاب خمسة أعضاء لجنة، يمكن للعضو أن يعطي أصواته الخمسة لمرشح واحد من بين المرشحين لعضوية اللجنة، أو يوزعها على من يرى بأي طريقة يشاء، وقد يعطي صوتاً واحداً لمرشح واحد فقط ولا يستعمل باقي الأصوات التي لديه. وبالتالي، تَستعمِل التنظيمات التي ترى أن تمثيل المجموعات الصغيرة والأقليات ضرورة واجبة هذا النوع من التصويت. من عيوب هذه الطريقة أنها لا تظهر الأغلبية والأقليات بأحجامها الحقيقية. لا يستعمل التصويت التراكمي إلا إذا نص عليه القانون أو النظام الأساسي.

١-متغيرات الإفصاح والشفافية:

١-١ الإفصاح عن دليل الحوكمة:

وجود موقع إلكتروني للشركة يُفصح من خلاله عن دليل الحوكمة الخاص بالشركة "GovGuid". ويعطى القيمة (١) في حال وجوده، و(٠) بغير ذلك.

١-٢ اعتماد معايير المحاسبة والتقرير المالي الدولية:

يرمز لهذا المتغير بـ ***IAS & IFRS*** ، ويعطى القيمة (١) في حال تبني الشركة المُدرجة لهذه المعايير، و(٠) بغير ذلك.

١-٣ الحصول على موافقة مجلس الإدارة على العمليات مع الأطراف ذات العلاقة قبل حدوثها:

نعم (١)، لا (٠).

٢-متغيرات المراجعة الخارجية (مؤشر المراجعة الخارجية الفرعي):

وهي مجموعة من متغيرات دور واستقلال المراجع الخارجي والتي تمت مناقشتها سابقاً عند التطوير الفرضي حول دور المراجعة الخارجية:

١- أتعاب المراجع (مقابل خدمات المراجعة وغير المراجعة):

ويمكن التعبير عنه بمتغيِّرين: أ) Non-Audit Fees (NAFee) ويساوي /١/ في حال وجود خدمات غير مراجعة لنفس مُراجِع الشركة، و/٠/ بغير ذلك. ب) في حال وجود خدمات غير مراجعة، يؤخذ أيضا المتغير Audit-Fees (AFee)% وهي نسبة أتعاب خدمات المراجعة إلى غير المراجعة. حيث أن استقلال المراجع قد يفسد في حال، إضافة للمتغير السابق، زادت نسبة أتعاب خدمات غير المراجعة عن تلك المتعلقة بخدمات المراجعة (Aiyesha Dey 2008, p: 1153). يأخذ بعض الباحثين (Joseph P. H. Fan and T. J. Wong 2005, p: 60; David F. Larker and Scott A. Richrdson 2004, p: 650) المتغيِّر $\log(FEE_{it})$

للدلالة على اللوغاريثم الطبيعي لإجمالي أتعاب المراجعة لشركة *i* في السنة *t*. ويُأخَذ اللوغاريثم بدلاً من القيمة المُطلقة لإجمالي الأتعاب لتقليل التشويش في النموذج. أما كيفية استخدام هذا المتغيِّر في النموذج فيمكن استخدامه كمايلي:

أ) من ضمن مؤشر الحوكمة الكلي داخل مؤشر المراجعة الفرعي.

ب) لدراسة العلاقة بين أتعاب المراجع وآليات المراجعة وتفسير بعض فرضيات الدراسة،

ت) دراسة العلاقة بين دور آلية المراجعة، كآلية من آليات الحوكمة، وبين أداء الشركة وقيمتها.

كما أشار الباحث، هذا مايعطي النموذج المقترح قابلة لتركيب التوليفات المختلفة من المتغيرات الموجودة لدراسة أنماط مختلفة من العلاقات بشأ ن الحوكمة وجودتها ودورها في أداء الشركات وربما السوق والاقتصاد ككل، خاصة في البلدان ذات الاقتصاديات الانتقالية والأسواق الناشئة.

٢- رأي المراجع:

يرمز الباحث لهذا المتغيِّر بـ (Opinion) وهو يساوي (١) عندما يتم تعديله للسنة t و(٠) بغير ذلك.

٣- اختيار المراجع من الشركات الأربع الكبرى Big 4:

يساوي /١/ إن كانت شركة المراجعة من الأربع الكبار *Big4*، و/٠/ بغير ذلك (Aiyesha Dey 2008, p: 1156).

٣ـتمثيل أصحاب المصالح في مجلس الإدارة

وذلك من خلال تمثيل الدائنين (خاصة البنوك) ودورهم في تمويل الشركة وتحسين حوكمتها. (يتم دراسة هذا البعد عند دراسة مؤشر هيكل الملكية الفرعي أعلاه). وينبغي دراسة مدى توفر بيانات لدى السوق المالي الناشئ حول عدد القضايا المرفوعة من قبل أصحاب المصالح على الشركة المدرجة، وهل تم الفصل فيها لصالح الشركة أم لأصحاب المصالح ذوي العلاقة؟ لذلك يضيف الباحث هنا متغيراً (#stakeholders suits) حول عدد هذه القضايا وجهة الفصل فيها

(stakeholders win suits#). الأهم من ذلك معرفة مدى الأهمية المادية لحجم الدعاوي المرفوعة من قِبَل أصحاب المصالح إلى إجمالي أصول الشركات المُدَّعى عليها (Materiality of Suits).

حاول Arcan Tuzcu and Ali Fikirkoca 2005, p:161,162 فهم العلاقة بين الشركات وأصحاب المصالح، من خلال استقصاء أهمية فئات أصحاب المصالح بالنسبة للشركات المدرجة في سوق اسطنبول من وجهة نظر المدراء التنفيذيين في هذه الشركات.

٣-١ مشاركة الموظفين في الحوكمة و قدرة النقابات والاتحادات العمالية

يتم دراسة مدى قدرة الموظفين في عملية اتخاذ القرار في شركاتهم أو التأثير فيها من خلال تمثيلهم في مجالس الإدارة. بالتالي يعطى قيمة (١) لمتغير وجود عضو ممثل عن العاملين، أو اتحاداتهم في مجلس الإدارة *EmplRep*، و (٠) في حال عدم وجوده.

٤- مقاييس أداء الصناعة

يمكن أن تعتمد آثار إصلاحات قواعد الحوكمة على خصائص الشركات محل التطبيق، منها الخصائص الصناعية. تقترح دراسات سابقة بوجود علاقة بين الصناعة وكلٍّ من حوكمة وأداء الشركات. لكن لم يكن لكثير من الصناعات في معادلة الانحدار التي استخدمها (Bernard S. Black and Vikramaditya S. Khanna, 2007, p: 19) – بوجود متغيرات بسيطة للصناعة – مُعَامِلات ذات أهمية تُذكر. وكانت الاستثناءات لصناعات النقل (علاقة موجبة)، والإنشاءات (سالبة)، والزراعة والتصنيع (موجبة).

على كل حال سيتم لحظ القطاعات المختلفة للشركات محل الدراسة للتعرف على الفروق بين أداء أو أثر هذه القطاعات المختلفة على حوكمة وأداء الشركات المدروسة، من خلال التحليل القطاعي sectoral analysis للمتغيرات السابقة.

٤-١ متغيرات تعقُّد العلاقات الصناعية في النموذج:

يرمز بـ *Complex* لتعقّد الصناعة. ويُقاس التعقُّد التنظيمي هنا بعدد الصناعات التي تعمل فيها الشركة (Aiyesha Dey 2008, p: 1160)؛ على سبيل المثال، البنوك التي تعمل في قطاعات

صناعة المصارف والتأمين، وربما الصيرفة والوساطة المالية في السوق المالي؛ وهي حالة شائعة في سورية مثلاً).

٥- قرين سلسلة التوريد

أخيراً، تُشير القِيم الأعلى للمتغيرات أعلاه في مؤشر الحوكمة (ماعدا متغيرات الملكية والتعويضات) إلى حوكمة أفضل – مع أخذ إشارة المُتغيِّر بعين الاعتبار. وكما ذكر البحث في غير موضِع، تُعتبر مُتغيرات المُلكية والتعويضات صعبة القياس، لأن أي تفسير يعتمد على ما إذا كانت المستويات الحالية في دولة ما وشركة ما هي مثالية، أو مرتفعة جِدّاً، أو مُنخفِضة جِدّاً[١].

[١] يُعتَبَر مستوى التعويضات موضع خِلاف، فهنالك وِجهتَا نظر مختلفتان فيما يتعلق بكفاءة العقود. تُؤكِّد الأولى على أن عقود التعويضات هي في مستوى كفاءة معتدلة (مثلاً، Lazear 1995)، بينما تؤكِّد الثانية بأن مستويات التعويضات إما مُبالغ بها أو مُنخفضة إلى حدٍّ كبير. فإن كانت المستويات الحالية بكفاءة مُعتدلة أمثل، عندها سيُخَفِّض أي تغيُّر من مستوى جودة الحوكمة. من جهة أخرى، إن كانت مستويات التعويضات الحالية غير كفوءة، فيعتمد مدى أثر رفع مستوى هذه التعويضات في تحسين نوعية الحوكمة على وضعية المستويات الحالية ما إذا كانت مرتفعة أم منخفضة بشكل كبير.

المبحث الخامس: المتغيرات الرقابية على النموذج Control Variables، ومتغيرات القيمة والأداء:

هنالك عدة عوامل على مستوى الشركة والصناعة لها تأثير هام على معايير أداء وحوكمة الشركات. لذلك سيتم تضمين متغيراتها في النموذج التطبيقي للسيطرة على تأثير هذه العوامل على علاقة الحوكمة والأداء. المتغيرات الرقابية هي المحددات لقيمة الشركة غير أدوات حوكمة الشركات. وهي المتغيرات الهامة إضافة لأدوات الحوكمة في التأثير على قيمة الشركة في النموذج. وتلعب متغيرات الرقابة دوراً هاماً في بناء العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة، وهي تكشف أن العلاقة بينهما (أي المستقلة والتابعة) تأثرت بعوامل أخرى أيضاً، ما يضيف قوة وتماسك على النموذج من خِلال جعل النتائج أكثر موثوقية. في أدبيات حوكمة الشركات تستخدم وقيمة الشركة، تستخدم نسب السيولة، ونسبة السيولة السريعة والربحية تستخدم بشكل واسع.

وهذه المتغيرات تتضمن:

أولاً: المتغيرات الرقابية:

١-حجم الشركة Firm Size:

يمكن أن تكون ردّة فعل الشركات مختلفة لإصلاحات الحوكمة تبعاً لحجم هذه الشركات. حيث تفترض بعض الأدبيات أن الشركات الأكبر ستتفاعل بشكل مختلف إما لأنها ستُنَظِّم نفسها بشكل أكبر (أو أسرع)، أو لأن الشركات الأكبر ستستفيد أكثر من قواعد الحوكمة من الشركات الأصغر حجماً (Bernard S. Black and Vikramaditya S. Khanna, 2007, p: 17). كما يتوقَّع (David T. Tan, 2009, p: 45) بأن العديد من عوامل الحوكمة ترتبط بحجم الشركة. مثلاً، من المتعارف عليه بأن الشركات الأكبر لها أرجحية أكبر بأن تمتلك مجالس إدارة أكبر عدداً. كما سيتحكم حجم الشركة بأي علاوة على هذا الحجم قد تتواجد في مقاييس الأداء في النموذج. ويقاس هذا المتغير باللوغاريتم الطبيعي لقيمة الأصول الدفترية ln(assets) (Kose John and Anzhela Knyazeva, 2006, p: 33).

٢-نفقات البحث والتطوير R&D:

وهو نسبة نفقات البحث والتطوير إلى المبيعات خلال السنوات الخمس الأخيرة (أو ضمن فترة الدراسة المتوفرة إن كانت أقل). إن كانت السنة المالية متغيرة، تُعتمد السنوات التي تغطي ١٢ شهراً كاملاً، إن تم اعتماد السنة كواحدة قياس للزمن في النموذج. على كلٍّ في حال تم اعتماد بيانات

ربعية أو نصف سنوية، يمكن أخذ البيانات المالية المرحلية المقابلة بنهاية الفترات الربعية أو نصف السنوية.

وجد Hill and Snell`s 1988 بأن هنالك علاقة إيجابية بين مستوى نفقات البحث والتطوير وبين تركُّز الملكية في /٩٤/ شركة من شركات مؤشر الـ *Fortune 500*. فَسَّر الباحثان هذه النتيجة التطبيقية بالقول أن استراتيجية الإبداع قد تجذِب المستثمرين، كونهم قادرين على التخلص من أسهمهم بمجرد إدراكهم أن المشروع بدأ بإظهار أرجحية أقل للنجاح، في حين أن المدراء أقل انجذاباً إلى هذا النشاط كونهم عليهم تحمل عبء تكلفة الفشل. لذلك، ستتبنى الشركة التي يسيطر عليها حملة الأسهم، من خلال الملكية المركزة، استراتيجيات إبداعية ذات خطر أعلى؛ بخلاف الشركات التي يسيطِر عليها المدراء نتيجة تشتت الملكية، حيث سيفضِّل المدراء استراتيجيات ذات خطر أخفض (Filippo Belloc 2010, p: 10).

كما فحص (1991) .Baysinger et al استثمارات البحث والتطوير في ١٧٦ شركة من شركات الـ Fortune 500، ومَيَّز – إضافة لـ Hill and Snell – بين حملة الأسهم الأفراد وبين المؤسساتيين. فوجدوا أثراً إيجابياً لتركُّز الملكية على نفقات البحث والتطوير، وقالوا بأنه يمكن عزو مثل هذا الأثر إلى الدور الذي يلعبه كبار المستثمرين المؤسساتيين بشكل رئيسي، آخذين قدرتهم على توزيع خطر البحث والتطوير بفعالية أكبر من باقي المساهمين الذين ليس لديهم قدرة على توظيف أموالهم بأكثر من مشروع. كما وَجدوا بأن نسبة الأعضاء الداخليين في مجلس الإدارة ترتبط بنفقات البحث والتطوير. وقد تكون هذه التركيبة والتفسيرات ملائمة للبلدان محل الدراسة، التي تعتبر الملكية فيها أكثر تركزاً بطبيعة الحال، وغلبة الداخليين في أعضاء مجالس إدارتها (Filippo Belloc 2010, p: 11).

أخيراً، حذَّر (1998) Cho الباحثين من وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين هيكل الملكية ونشاط الإبداع، وخلص في دراسته إلى أنه بينما يُؤثِّر هيكل المُلكية على نفقات البحث والتطوير، تُؤثِّر هذه النفقات على قيمة الشركة التي، بدورها، تؤثِّر على هيكل الملكية. ما يدفع للتساؤل حول أية نتائج تطبيقية التي تقول بأن هيكل الملكية هو مُحدِّد خارجي في النموذج بالنسبة لنفقات البحث والتطوير (Filippo Belloc 2010, p: 12).

من جهة أخرى وجد Bradley et al. (1984) أن نسبة التمويل بالدَّين إلى الأصول ترتبط سلبياً بنفقات البحث والتطوير[١]، ووجد Balakrishnan and Fox (1993) أن هنالك علاقة معكوسة بين الرافعة المالية لشركة ما وبين كثافة البحث والتطوير فيها، ويسري ذلك على بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Filippo Belloc 2010, p: 17). بالتالي: الفرضية التي يمكن وضعها هنا هي:

فرضية : هنالك علاقة إيجابية بين تركُّز الملكية وحجم نفقات البحث والتطوير في الشركات محل الدراسة.

٣-الانفاق الاستثماري نسبة إلى المبيعات (CAPEX):

تم تضمين متغير الـ CAPEX كمتغير رقابي على الأداء حيث من المتوقع أن يرتبط الاستثمار في رأس المال إيجابياً بالقيمة المخصومة لفرص النمو المستقبلية للشركة. ويُعَرَّف هذا المتغير بقسمة الإنفاق الرأسمالي على إجمالي المبيعات، ومصدر البيانات هو القوائم المالية للشركات الداخلة في الدراسة (David T. Tan, 2009, p: 45).

٤-تركُّز سوق المُنتَج Concentration:

يُتَوَقَّع أن تكون المنافسة داخل القطاع الصناعي عاملاً مُحَدِّداً هاماً لأداء الشركة عبر أثره على قدرة الشركة على التسعير في سوق المُنتَج. وهنالك دليل متنامٍ بأن تركُّز سوق المُنتَج يرتبط جوهرياً بمقاييس خصائص حوكمة الشركة. ويمكن أن يُقَاس التركُّز بمؤشر Herfindal index، بينما الصناعة تحدد بحسب القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة (David T. Tan, 2009, p: 46).

٥- الدَّين Debt

تم قياس دور الدَّيْن كآلية من آليات الحوكمة باستخدام نسبة القيمة الدفترية للدَّيْن على القيمة السوقية للأسهم العادية *Debt to Market* (Bernard S. Black et al. 2008, p: 37). تؤخذ هذه النسبة من التقارير المالية السنوية ومن أسعار الأسهم في السوق للشركات المُدرَجَة. وفي حال وجود أسهم ممتازة فتؤخذ نسبة قيمة الأسهم الممتازة إلى القيمة السوقية الإجمالية للأسهم.

[١] لمزيد من التفاصيل حول هذه العلاقة راجع Filippo Belloc 2010, p: 16-18.

ويرمز لها بـ *Preferred to Market*. في دراسة D. F. Larcker, et al 2004, p: 9 بلغت نسبة الدَّيْن حوالي ربع القيمة السوقية ٢٥%، والأسهم الممتازة (٠%).

ومن المتوقع أن يكون لهيكل رأس مال الشركة أثر على أدائها، وحسب أصحاب النظرة المنتقدة فهم يفترضون وجود علاقة سلبية بين ربحية الشركة ونسبة الدين. تسود هذه النظرة في الدول نموذج النظام الأنجلوساكسوني في الحوكمة، حيث يسهل الحصول على التمويل اللازم من طرح الأسهم للاكتتاب في السوق المالي. أكثر من ذلك، يقترح بعض الباحثين مثل Smith and Warner (1979) بأن رفع مستويات الدَّين سيزيد من الرقابة على الإدارة، حيث على الشركة الالتزام بعقود القروض وشروطها لتجنُّب الفشل المالي وللمحافظة على إمكانية الاستدانة في المستقبل عند الحاجة (David T. Tan, 2009, p: 46).

لذلك، يمكن أيضاً استخدام مقياس هيكل رأس المال ويساوي إجمالي قيمة الديون الدفترية /على إجمالي حقوق الملكية، أو إجمالي قيمة الديون الدفترية / إجمالي القيمة الدفترية للأصول (Attiya Y. Javed and Robina Iqbal, 2007, p: 11)، أو إجمالي الديون إلى إجمالي الديون زائداً حقوق الملكية لمعرفة الرافعة المالية *Leverage*، وهو الرمز المستخدم في البحث لهذا المتغير.

ويَستخدِم Turki Bagshan 2005, p: 60 الاقتراض طويل الأمد على إجمالي الأصول للقياس هذا المتغير.

لاحظت بعض الدراسات أن إشارة هذا المتغير تأتي على غير المُتَوَقَّع في الدول ذات الأسواق الناشئة أو في طور النشوء، فمثلاً، وجود إشارة موجبة لهذا المؤشِّر قد تُفَسَّر بأن المدراء الداخليين سيَلجَؤون لخيار الاقتراض وسيتصرفون بكفاءة في إدارة القروض (يضاف إليها أثر آلية رقابة الجهات المُقرِضة) وذلك تجنُّباً، للبحث عن التمويل من مستثمرين خارجيين جُدد؛ بشكل خاص، لتجنب الوصول إلى حالة الاستحواذ العدائي.

٦-المتغيرات الرقابية بشأن توصيات المُحلِّلين الماليين:

وتتضمن مُتغيِّر BM نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية للمُلْكِية؛ EMOM(earning momentum) ويحسب بالفرق بين الوسيط الأحدث لتوقعات الأرباح وبين أرباح السنة السابقة مُخَفَّضة بالقيمة المطلقة لأرباح السنوات السابقة، PMOM (price momentum) ويحسب

بعائد ستة أشهر للسهم لحين تاريخ إصدار التوصية. عادةً تتوفر البيانات عن هذين المقياسين في الأسواق للعموم بتاريخ التوصيات.

ثانياً: متغيرات قيمة الشركة و الأداء *Firm Value and Perfprmance* (Firm, Market and Social):

تستخدم الدراسات عدة مقاييس للقيمة والأداء، يوظف البحث مهنا في هذا التحليل عدّة مقاييس شائعة الاستخدام لأداء الشركات منها: ("Q") Tobin`s Q، وإجمالي العوائد ("TR")، ونسبة الربح المحاسبي –هامش الربح– ("PR")، والعائد على الأصول ("ROA")، العائد على الملكية (ROE)، إضافة للمقاييس التالية:

٢-١نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MBVR أو BM)

تستخدم هذه النسبة في تقييم الشركة في السوق المالي. وهي تربط بين القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها الدفترية. كما يُشار إلى هذا المُتَغيِّر بالعائد العُمْرِي من امتلاك سهم. يُظهِر ارتفاع القيمة السوقية تجاه الدفترية إلى أن الشركة هي وضع قادرٍ على توليد مزيد من العوائد على رأس المال المستثمر. بالمقابل يدل انخفاض القيمة السوقية مقارنة بالدفترية إلى أن الشركة في وضع غير صحِّي وستكون غير قادرة على توليد قيمة لحملة الأسهم من خلال توليد عوائد أعلى (Kashif Rashid, 2008, p: 16). ويُحسب بنسبة القيمة السوقية للسهم العادي إلى قيمته الدفترية (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 634).

٢-٢ خطر العمليات (الخطر التشغيلي):

يعتقد Demsetz and Lehn 1985 بأن نطاق المخاطرة الأخلاقية والذهنية يزداد لدى مدراء الشركات ذات البيئة التشغيلية غير المستقرَّة أو المهددة بالتصفية. ويحتجَّان بأن مثل هذه البيئة تؤدِّي إلى صعوبات أكبر في مراقبة المدراء. يستخدم Demsetz and Lehn 1985 متغيِّرَين كقرينين لتطاير البيئة التشغيلية في الشركات وهما: أ) نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية أعلاه؛ وب) خطر التشغيل مُقاساً بالانحراف المعياري للتدفقات النقدية الربعية مُخَفَّضَةً بإجمالي الأصول محسوبة على أساس الأرباع الأربعة السابقة. استخدم الباحثان التدفقات النقدية في مقياس خطر

العمليات التشغيلي بدلاً من الانحراف المعياري للمبيعات مُخَفَّضَةً بإجمالي الأصول محسوبة على أساس الأرباع الأربعة السابقة؛ لأن الأخير لم يُحدِث إلى نتائج ملحوظة (Aiyesha Dey 2008, p: 1161). إلا أن البحث اعتمد على المؤشر الأول وهي نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية إعلاه، إضافة إلى الانحراف المعياري للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية لأربع فترات سابقة منسوبة إلى إجمالي الأصول.

٢-٣ نسبة القيمة:

وهي نسبة هامة لتقويم الشركة في سوقٍ مالي ناشئ أوفي طور النشوء. وهو مقياس سهل نسبياً مقارنة بباقي المقاييس المستخدمة لمثل هذه الأسواق. ويمكن حسابها بتقسيم رسملة السوق الفعلية (على أساس أسعار الأسهم) على رسملة السوق المحتملة (على أساس الموارد الفعلية للشركة)، (Kashif Rashid, 2008, p: 16).

ويمكن حساب رسملة السوق كمايلي:

رسملة السوق = سعر السهم * عدد الأسهم القابلة للتداول + صافي الأصول بالسهم * عدد الأسهم غير القابلة للتداول (Stoyan Tenev and Chunlin Zhang with Loup Brefort 2002, p: 107).

٢-٤ مقياس Tobin`s Q

يعرِّف (Stoyan Tenev and Chunlin Zhang with Loup Brefort 2002, p: 97) Tobin`s Q بأنه النسبة بين القيمة السوقية للشركة والقيمة الاستبدالية لأصولها الثابتة. في حين يُقَدِّر (Bernard S. Black et al. 2008, p: 37) هذا المقياس بأنه يساوي [القيمة الدفترية للديون + الأسهم الممتازة) + القيمة السوقية للأسهم العادية]/[القيمة الدفترية للأصول]. وتُقاس القيم الدفترية بنهاية السنة.

أمَّا في مرحلة الطرح الأولي للأسهم فيساوي:

$$Q_{IPO} = \frac{Offer\ price \times Shares\ outstanding + Total\ assets - Bookequity}{Total\ assets}$$

هنالك تفسيران لهذا المؤشر في مرحلة الطرح الأولي هما: أ) كمقياس لقيمة الشركة (أو أدائها)، ب) وكقرين لفُرَص النمو. ولأغراض هذا البحث سيستخدم التفسير الأول ؛ على اعتبار قلة الأهمية النسبية للتفسير الثاني، بسبب الطبيعة داخلية النمو لفُرَص النمو في فترة زمنية معينة لشركة ما، من جهة، ولأن هنالك متغيراً آخر أكثر تمثيلاً سيسيخدم لقياس فُرص النمو.

٢-٥ إجمالي المستحقات (Total Accruals: TA):

استخدم D.F. Larker وزملاؤه ٢٠٠٤ هذا المتغير التابع ضمن نموذجه لدراسة العلاقة بين حوكمة الشركة ودور المراجع الخارجي من خلال أتعاب خدمات المراجعة وغير المراجعة.

تُستخدَم مقاييس الاستحقاق كَقرينة لمسائل جودة الأرباح. يتضمَّن هذا المُكَوِّن من مُكَوِّنات الأرباح تقديرات مُحاسبية على أساس تنبُّوءات، لذلك من السهل التلاعب بها أكثر من التدفقات النقدية. بالتالي، تجعل المرونة التي تُبدِيها المستحقات منها مقياساً مُفيداً لاختبار جودة التقارير المالية.

وبدلاً من اختبار إجمالي المستحقات، يبدو من الهام تحديد المُحتوى أو المُكَوِّن غير المُتَوَقَّع من إجمالي المستحقات. حاولت أبحاث كثير تحديد الجزء غير المُتَوَقَّع من المستحقات (الذي يُطلق عليه المستحقات غير العادية أو الخاضعة لتقدير الإدارة الشخصي). قدَّم Jones 1991 تقنية معيارية لتحليل المستحقات إلى مكوناتها؛ من خلال نموذج انحدار للمستحقات على المتغيرات التي يُتَوَقَّع تباينها تبعاً للمستحقات العادية. تم تقدير هذه النماذج باستخدام مدخل السلاسل الزمنية لكل شركة، أو من خلال الجداول التقاطعية لكل صناعة – لدى DeFond and Subramanyam 1998 على سبيل المثال – (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 633).

حيث لكِلا المدخلين مُحدِّداتهما. إذ يَفتَرِض مدخل السلاسل الزمنية وجود ثبات مؤقت في تقديرات العوامل، في حين يفترض المدخل التقاطعي وجود تجانس (مكون من جنس واحد) بين الشركات في نفس الصناعة. وتشير العديد من الدراسات أن نماذج الجداول التقاطعية أفضل تحديداً بالنسبة لعينة من مؤهلات المُراجعة، لذلك غالباً ما يتم استخدامها، إضافة لكونها تزيد من حجم العينة (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 633).

يمكن بسهولة انتقاد تجزئة إجمالي المستحقات إلى مُتَوَقَّعَة وغير مُتَوَقَّعَة من ناحية حدوث تصنيف خاطِئ لبعض المستحقات المُتوقَّعة على أنها غير مُتَوقَّعة، بسبب عدم اكتمال نموذج المستحقات

المُتَوَقَّعة. ولمعالجة هذه المسألة، يمكن استخدام نموذج أكثر تقدماً يحاول تخفيف من مشكلة خطأ التصنيف. هذا النموذج المتقدم يشبه ذلك الذي استخدمه Dechow, Richardson, and Tuna (2003). حيث أظهَروا بأن لهذا النموذج ١) قدة تفسيرية أكبر بكثير من نموذج Jones (1991) المُعَدَّل للجداول التقاطعية، ٢) يُحدِّد المستحقات غير المُتَوَقَّعة الأقل ثباتاً وتماسكاً من باقي مكونات الأرباح، ٣) يُحَدِّد المستحقات غير المُتَوَقَّعة التي تكشِف التلاعب بالأرباح، ٤) يُحَدِّد المستحقات غير المُتَوَقَّعة المُترافِقة مع أرباح مستقبلية أقل وعوائد مستقبلية أقل على الأسهم. بكل الأحوال ما يزال هذا الفصل بين مكونات المستحقات يخضع لقيود خطأ تحديد النموذج (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 634).

استخدم (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 634) نموذج مستحقات مَبني على نموذج Jones 1991 المُعَدَّل للجداول التقاطعية الذي تمت مناقشته لدى Defond and Subramanyam 1998 أيضاً. يفترض هذا النموذج أن التغيُّر في الإيرادات ناقصاً التغيُّر في حسابات المدينين خالٍ من تقديرات الإدارة (يعني؛ افتُرِضَ بأن المبيعات الآجلة غير عادية) وأن كثافة رأس المال تقود المستحقات الطبيعية. وأضاف مُتَغيرَين مستقلَّين يبدو أنهما يرتبطان بمقاييس المستحقات غير المُتَوَقَّعة. هما: أ) نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (المُتغيِّر المذكور أعلاه BM). تم تضمين متغيِّر الـ BM كقرين للنمو المُتَوَقَّع في عمليات الشركة. ومن المُتَوَقَّع رؤية مستحقات كبيرة لدى الشركات النامية بشكل أكبر من غيرها. فمن المُرَجَّح ترافق الاستثمار في المخزون وغيره من الأصول مع مراحل النمو ضمن دورة حياة الشركة.

لكن ليس بالضرورة أن يكون النمو الملحوظ في المخزون في مثل هذه الظروف نتيجة لسلوك إداري انتهازي. على كل حال، يُصَنِّف نموذج Jones المُعَدَّل مثل هذه الزيادات على أنها غير مُتَوَقَّعة. ب) كما ضَمَّن D. F. Larker وزملاؤه ٢٠٠٤ مقياساً للأداء التشغيلي الجاري. ويقول هؤلاء الباحثون أن البحوث السابقة لدراستهم التي تُظهِر مقاييس للمُستحقَّات غير المُتَوَقَّعة يُرَجَّح أن تُخطئ التصنيف عندما تكون الشركات ذات مستويات مُتَطرِّفة للأداء. لذلم تم تضمين تدفقات النقدية من العمليات التشغيلية الجارية CFO كمتغيِّر مُستقل إضافي.

وعليه تصبح معادلة إجمالي المستحقات لدى Larker وزملاؤه كما يلي:

$$TA = a + \beta_1(\Delta Sales - \Delta REC) + \beta_2 PPE + \beta_3 BM + \beta_4 CFO + \varepsilon$$

حيث TA إجمالي المستحقات وهي الفرق بين التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية والدخل قبل البنود غير العادية كما هي واردة في قائمة التدفقات النقدية المُفصَح عنها؛ $\Delta Sales$ هو التغير في المبيعات من السنة السابقة إلى الحالية، ΔREC هو الفرق في المدينين من بداية إلى نهاية السنة محل الدراسة؛ PPE هي إجمالي الممتلكات، والمصانع، والمعدات في نهاية السنة. وتم قياس كل المتغيرات مقارنة بمتوسط إجمالي الأصول باستخدام قيم الأصول في بداية ونهاية السنة. وتُعَلَّم القيمة المتبقية من النموذج بالمستحقات، وهي تقدير للمستحقات غير المُتَوَقَّعة أو غير العادية حسب نموذج D. D. Larker 2004 المُوَسَّع عن نموذج Jones 1991 المذكور أعلاه (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 634).

أما تضمين مُتَغَّر القيمة الدفترية إلى السوقية BM، ومتغير التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية، فقد كان لسببٍ معين. فمن المُرَجَّح تباين سبب إدارة الأرباح استجابةً لِفُرَص النمو والأداء التشغيلي الحالي. بالتحديد، يمكن أن تفرِض توقعات السوق بالنمو المستقبلي ضغوطاً أكبر على الإدارة قد تدفعها إلى التورُّط في إدارة الأرباح. إضافة لذلك، يمكن أن يُوَلِّد الأداء الحالي حوافز للتورط في إدارة الأرباح. وقد يساعد إضافة هذين المُتغيرين في السيطرة على بعض التباين في إجمالي المستحقات التي يتم السعي لتحديدها.

وقد يكون من المُلائِم تضمين كل المتغيرات الرقابية في نموذج المستحقات بدلاً من إضافتهم فقط كمتغيرات مستقلة في نموذج انحدار يربط المستحقات بالأجور المدفوعة للمراجِعين. وتُعتبر إضافة مُتَغيِّرات كنسبة القيمة الدفترية إلى السوقية BM والأداء التشغيلي في نموذج الاستحقاق لأنه من المُمكِن تحديد مُعَامِلات الصناعة – في سَنَة مُعَيَّنة. بينما تفشل إضافة هذه المُتَغيرات كمتغيرات رقابية في تحليل انحدار لاحق للعلاقة بين المستحِقَّات (بدون نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية BM والأداء التشغيلي) وأتعاب المراجَعة في استيعاب آثار الصناعة الهامَّة الكامِنة – في سنة ما (David F. Larker and Scott A. Richardson 2004, p: 635).

تشير بعض الدراسات إلى أن الحوكمة الجيدة تترافق مع مستويات أخفض من المستحقات غير العادية، وفي حال لم تتوضح العلاقة بالنسبة لمؤشر الحوكمة ككل في النموذج، تشير دراسة (Ping-Sheng Koh et al. 2004, p: 8) إلى العلاقة تتوضح أكثر عند استخدام مؤشر الحوكمة الفرعي (مجلس الإدارة) من جهة؛ ومع مؤشر المراجعة الفرعي من جهة أخرى، ما يعني

أن لآليات الحوكمة من خلال مجلس الإدارة والمراجعة دوراً هاماً في الحد من التلاعب المحاسبي وفي تحسين جودة المستحقات وعملية التقرير المالي، خاصة آلية المراجعة التي لها أثر مباشر.

٢-٦- لوغاريتم إجمالي الأصول الثابتة

يستخدم هذا المقياس كمتغير رقابي للحجم (Attiya Y. Javed and Robina Iqbal, 2007, p: 11). تم ذِكره سابقاً عند الحديث عن متغير حجم الشركة.

٢-٧ العائد على السهم (EPS):

العائد على السهم العادي ويساوي صافي الربح / عدد الأسهم العادية.

٢-٨ معدل نمو السهم

يمكن حسابه من خلال معدل التغير في إجمالي قيمة الأصول الثابتة لسنتين متواليتين أو ثلاث. ويستخدم بعض الباحثين كذلك معدل نمو المبيعات كمقياس للنمو بدلاً من نمو السهم (Attiya Y. Javed and Robina Iqbal, 2007, p: 11) كمتغير رقابي.

٢-٩ توصيات المحلِّلين الماليين:

يمكن استخدام تعليقات وتوصيات المحللين الماليين "FAnalystRecomm" كمقياس مُلخَّص عن قيمة الشركة. وإن كان من المُرَجَّح أن يُؤثِّر هيكل الحوكمة على التوقعات حول شركة ما، يكون من الأفضل عندها أخذ توصيات محللي السوق بعين الاعتبار في النموذج المُقترح. من الواضح، وإلى الحدّ الذي يتم فيه تسعير هياكل حوكمة الشركة بشكل صحيح من قِبَل المُشاركين في سوق رأس المال، ستعكس قيمة الشركة هذا المَعْلَم لقيمة الشركة الأساسية، وقد يكون من المُتَوَقَّع ألاَّ نرى أي ترافقٍ بين عوامل الحوكمة وتوصيات المحللين. عموماً، يُعتبر هذا قيداً على كل المُتغيرات التابعة التي تضم مقياساً للقيمة السوقية، وأحد أسباب استخدام مقاييس القيمة والأداء التي تعتمد على القيمة السوقية، وتلك التي لاتعتمد عليها (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 19).

ولتعريف متغير توصيات المحللين يمكن أخذ مقياس ليكرت من خمس نقاط (١- توصية قوية للشراء، ٢- شراء، ٣- احتفاظ، ٤- بيع، ٥- توصية قوية للبيع) في نهاية العام المالي. وحسب التدرج السابق، من المُتَوَقَّع أن تكون التوصيات متناقصة (مع زيادة وسيط قيم المشاهدات من ١ إلى ٥) بالنسبة للأرباح ومتغير PMOM الرقابي، ومتزايدة بالنسبة للمتغير BM (القيمة الدفترية –

إلى السوقية: على اعتبار أنه معكوس توقعات السوق بالنمو)؛ بمعنى آخر عند ارتفاع قيمة وسيط المتغير، تكون التوصية ببيع الأسهم، لعدم توقع حدوث أرباح و/أو استمرار الزخم بارتفاع سعر السهم، ما قد يؤدي إلى موجة بيع للسهم وقد يؤدي إلى انخفاض قيمته السوقية مقارنةً بالقيمة الدفترية (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 20).

تشير نتائج دراسة (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 20) إلى أن قيمة وسيط متغير توصيات المحللين كانت (٢.٤٨) ٢.٤٥ وتقابل مقترح توصية بـ شراء- احتفاظ. وأبدت المتغيرات الرقابية إشارات مُتَوَقَّعة وكانت قيمها جوهرية عند المستويات الاعتيادية. كانت قيم ٥ عوامل (متغيرات) حوكمة جوهرية من أصل ١٤ هي: الأعضاء المنتسبين، عدد الاجتماعات، سيطرة الداخليين، والأعضاء المنشغِلين، ومزيج التعويضات. وامتلكت أول أربعة منها مُعَامِلات موجبة جوهرية إحصائياً، ما يعني بأن الشركات ذات مجالس الإدارة التي تتضمن أعضاء من شركات حليفة، والتي عدد اجتماعات مجالس إدارتها أكبر، ولديها سيطرة أكبر من قِبَل الداخليين أو أعضاء مجلس أكثر انشغالاً حصلت على توصيات أقل من المرغوب.

ما عدا (متغير عدد الاجتماعات ومزيج التعويضات الذين لم يكن لديهم توقعات مسبقة حول إشارتها) أبدت معامِلات متغيرات الحوكمة الإشارة المتوقعة منها. وتُفسِّر المُحدِّدات الاقتصادية (متغيرات قيمة الشركة) لوحدها ١٢.٤% من تباين توصيات المحللين. (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 20).

٢-١٠ التصنيف الائتماني:

يساعد فحص التصنيف الائتماني لشركة ما في تكوين صورة أشمل حول أثر الحوكمة على قيمة الشركة، مثل توصيات المحللين الماليين. وتم استخدام هذا المدخل في بحوث سابقة مثل: (Ashbaugh, Collins and LaFond, 2004 للتصنيف الائتماني؛ Bhojraj and Sengupta, 2003 حول التصنيف الائتماني وتوزع العائد تبعاً للزمن yield spreads؛ Klock, Mansi, and Maxwell, 2004 لتوزع العائد تبعاً للزمن). المنفعة من استخدام مقياس التصنيف الائتماني بنهاية العام المالي، هو أن وكالات التصنيف تبدأ بالتركيز على حوكمة الشركات بالتحديد عند إجراء تقييماتِها (مثل مؤشر Moody`s Investor Service, 2003).

صُنِّف (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 21) هذا المتغير في سبع فئات عريضة متصاعدة لتقديرات الدَّين من ١ (تحت B–) إلى ٧ (AAA) اتفاقاً مع Ashbaugh, Collins and LaFond, 2004. وتم ضرب قيمة نقاط المقياس بـ (−١) للتأكد من أن متغيِّر تصنيف الدَّين قابل للمقارنة مع باقي المتغيرات التابعة (أي، يتزايد بنتيجة سلبية bad outcome). تتضمن المتغيرات الرقابية على هذا المتغير لدى David F. Larcker, et al. ما يلي: Leverage مُقاسةً بإجمالي الدَّين مقسوماً على إجمالي الأصول، وهو مذكور مع باقي المتغيِّرات الرقابية؛ ROA مُقاساً بصافي الدخل مقسوماً على وسطي إجمالي الأصول؛ معدل تغطية الفوائد مُقاساً بالدخل التشغيلي قبل الاهتلاك مقسوماً على مصروف الفائدة؛ LOSS (وهو متغير يساوي الواحد إن كان صافي الدخل سالباً، وصفر بغير ذلك؛ SIZE وهو متغير مذكور ضمن المتغيرات الرقابية مُقاساً بلوغاريثم إجمالي الأصول، وإن كان للشركة دَيْن فرعي Subordinated Debt يقاس بواحد في حال كانت قيم هذا المُتغير موجودة غير مفقودة من بيانات الشركة، وصفر بغير ذلك؛ كثافة رأس المال (مُقاساً بإجمالي الممتلكات والمصانع والمُعِدَّات، مقسوماً على إجمالي الأصول؛ مؤسسات مالية أم مشاريع بغرض الربح (وهو متغير مؤشر يساوي الواحد إن كانت الشركة مؤسسة مالية، أو شركة بغرض الربح، وصفر بغير ذلك؛ وBM القيمة الدفترية للأسهم مقابل القيمة السوقية لها كما هو مُعَرَّف سابقاً.

في دراسة (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 22) كان المتوسط (والوسيط) لعيِّنتهم هو −٣.٦٨ (−٤) ما يقابل درجة تصنيف BB/BBB (BBB) للدَّين. واتفقت إشارات المتغيرات الرقابية في الانحدار الذي استخدموه بشكل كبير بما يتَّفق مع توقعاتهم. حيث تلقَّت الشركات ذات الديون القائمة الأعلى تصنيفات أقل. بينما تلقت الشركات ذات الأداء المحاسبي الأفضل تصنيفات أفضل، والشركات التي لديهاصافي خسارة تلقت تصنيفات ضعيفة أسوأ. من المفاجئ، كانت تغطية الفوائد هامة بشكل معاكس (أي، تتلقى الشركات ذات التغطية الأفضل للفوائد على تصنيف أدنى). وتلقت الشركات الكبيرة والشركات ضمن الصناعات الأفضل تنظيماً وذات الكثافة الأعلى لرأس المال تصنيفات أعلى. أخيراً، تلقت الشركات ذات الديون الفرعية تصنيفات أقل والشركات ذات مخاطَرة أكبر (مُقاسة بمتغير الـ BM) تلقت تصنيفات ائتمانية أعلى.

وبدت ستة من أصل ١٤ متغير حوكمة هامة بشكل جوهري عند المسويات الاعتيادية، وهي: متغيرات المستثمرين النشطين، وأصحاب الحصص، واجتماعات مجلس الإدارة، وسيطرة الداخليين، وحجم المجلس، ومضادات الاستحواذ. كانت ترافقات ٣ من المتغيرات الستة هذه غير مُتَّسِقة مع توقعاتهم. تلقت الشركات ذات مجالس الإدارة الكبيرة، والتي لديها بنود مُضادة للاستحواذ تصنيفات ائتمانية أعلى، انسجاماً مع نتائج (Klock, Mansi, and Maxwell, 2004; and Ashbaugh, Collins and LaFond, 2004)، في حين تلقت الشركات التي لديها صاحب حصة كبيرة (مُسيطِر) تصنيفاً أقل (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 23).

بالرغم من التوَقُّعات، قد تعكِس ترافقات مقاييس مضادات الاستحواذ منفعة كامنة هامة بالنسبة لأصحاب الديون على الشركة من ناحية تخفيف إمكانية انحلال الأصول أو تغييراً في محفظة الخطر لإستثماراتهم نتيجة الاستحواذ. وفسَّرت القيود الاقتصادية (خصائص الشركة) لوحدها ٦٠.٥% من تباين التصنيفات الائتمانية. على كلٍّ، لم تصل القدرة التفسيرية التراكمية من تضمين عوامل الحوكمة مع القيود الاقتصادية سوى ٣.٤% (David F. Larcker, et al., Op.Cit, p: 23).

نلاحظ أن Larker . David وزُملاؤه استخدموا متغيرين جديدين، لم يستخدمهما كثير من الباحثين قبلهما، ضمن نموذجهم كمتغيرين قرينين لقيمة الشركة هما (توصيات المحللين، والتصنيفات الائتمانية). كما استخدموا توليفات مختلفة من المتغيرات الرقابية على المتغيرات القرينة لتقدير قيمة الشركة وعلاقتها بمتغيرات الحوكمة. إلاَّ أن الباحث هنا، يرى المحافظة على استخدام توليفة واحدة من المتغيرات الرقابية على النموذج، بغرض إمكانية مقارنة النتائج مع اختلاف المتغيرات التابعة (متغيرات قيمة وأداء الشركة).

وعليه يُستَخدَم السُّلَّم التالي للتعبير عن التصنيفات الإئتمانية للشركات محل الدراسة:

قيم المُتغير	التصنيف الائتماني
٠	D
١	C
٢	CC
٣	CCC

B	٤
BB	٥
BB+	٦
BBB−	٧
BBB	٨
A	٩
AA	١٠
AAA	١١

٢-١١ متغير القيمة الاجتماعية للشركة:

لغاية هذه الفقرة من البحث تم أخذ القيمة السوقية للشركة مُمَثَّلَةً بالمقاييس المستخدمة أعلاه (مثل Tobin`s Q). لكن يمكن أن تكون قيمة الشركة عمليّاً في اقتصادٍ ما أكثر من مُجرَّد قيمتها السوقية على اعتبار إمكانية امتلاك الشركة لبعض المنافع الاجتماعية، وغير الملموسة، والخارجية، وغير المالية وقيمة للمجتمع. لذلك تتألف القيمة الكلية للشركة من القيمة الاجتماعية والمالية كمايلي:

القيمة الكلية للشركة = القيمة المالية (Tobin`s Q) + القيمة الاجتماعية (وتتضمن القيم غير الملموسة، القيم الخارجية، الاقتصاديات الخارجية، البيئة النظيفة، منافع الموظفين، والمنافع لجهة القوانين والطلب على العمالة التي تولِّدها الشركة، إلخ).

سيتم البحث في البيانات والقوائم المالية المنشورة للشركات المدرجة حول وجود معلومات أو بيانات حول القيمة الاجتماعية للشركة من التكاليف التي يتم إنفاقها على البيئة ولتحمل الشركة لمسؤلياتها الاجتماعية، إضافة لتكاليف البحث والتطوير غير الملموسة.

ويأخذ المتغير القيمة /١/ إن كان للشركة سياسة تجاه المسؤولية الإجتماعية، و/٠/ بغير ذلك. ومن المتوقع أن تُحدِث الشركة التي تضع مثل هذه السياسة، تكاليف اجتماعية وبيئية مقابل الدور الذي تلعبه الشركة بالنسبة للمجتمع والبيئة، بالتالي فإن هذه السياسة تعمل على تنظيم إحداث – أو التعامل مع – هذه التكاليف والإفصاح عنها.

٣-المتغيرات الأداة:

من المداخل الشائعة للحصول على تقديرات مُتَّسقة لثوابت معادلة النموذج في حال وجود التأثير الداخلي المتبادل (النمو الداخلي) هو استخدام المتغيرات الأداة. على كل حال، يتطلب تحديد الأدوات الملائمة أن تكون هذه الأدوات مرتبطة مع المتغِّير داخلي النمو في معادلات تقليل الفروق، ومتعامدة مع الخطأ في نموذج المجتمع المدروس. في سياق حوكمة الشركات والأداء، يعتبر تحديد أداة ترتبط مع حوكمة الشركة من جهة، ولاترتبط مع خصائص الشركة غير الملحوظة والأداء من جهة أخرى، أمراً صعباً. فمن المُرَجَّح أن متغيراً يترافق مع آلية داخلية النمو لحوكمة الشركات سيتأثر بأداء الشركة والمؤثرات–الثابتة غير الملحوظة أيضاً. أكثر من ذلك، من الممكن أن يكون أكثر من متغير في مصفوفة متغيرات الحوكمة داخلي النمو، ما يتطلّب عدّة أدوات للتقدير (David T. Tan, 2009, p: 28).

وقد تتوفر أدوات داخلية في البيانات محل الدراسة لها خصائص مرغوبة. مثلاً، بافتراض عدم ارتباط هيكل الحوكمة الحالي لشركة ما بالابتكارات المستقبلية، وأن هنالك بعض الاستقرار في هياكل حوكمة الشركات، عندها قد تكون المستويات السابقة لمقاييس حوكمة الشركة أدوات ملائمة للاستخدام في النموذج. وفي ضوء هذا السيناريو المعقول، ستكون القيم السابقة لمتغيرات الحوكمة مرتبطة بمستويات هيكلية الحوكمة الحالية، بالمقابل متعامدة مع أخطاء النموذج. لذلك، يمكن اعتبار القيم السابقة لخصائص الشركة هي قيم مرشحة ملائمة لتكون متغيرات أداة. وظَّفت عدَّة دراسات هذا المدخل في اشتقاق مجموعة الأدوات للتقدير في تعيين الجدول (David T. Tan, 2009, p: 28).

المبحث السادس: بناء النموذج

يهدف النموذج إلى مايلي:

١- تكوين مؤشر لحوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة عموماً، ولسورية على وجه الخصوص SCGI، ليساعد في تقويم جودة ممارسات الحوكمة على مستوى الشركة بشكل رئيسي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية،

٢- تطوير النموذج لدراسة علاقة الحوكمة مع قيمة وأداء الشركات محل الدراسة.

٣- دراسة بعض العلاقات البينية بين المتغيرات أو مجموعات من المتغيرات كؤشرات فرعية أو بين الآليات الداخلية والخارجية، أو بين هذه المتغيرات أو مؤشرات حوكمية فرعية على حِدى وبين أداء أو قيمة الشركات محل الدراسة.

٤- التقدم خطوة نحو دراسة الفشل المالي وإمكانية حدوثه في الشركات محل الدراسة.

٥- اختبار باقي فرضيات الدراسة من خلال النموذج.

لذلك سيعمل الباحث بداية إلى بناء وتطوير مؤشر الحوكمة الذي هو جزء من النموذج الكلي المقترح في هذا البحث. ويأمل أن يقدم البحث مؤشراً تركيبياً مرناً قابل للمقارنة مع باقي مؤشرات الحوكمة في البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية أو الأسواق الناشئة مثل مؤشر الحوكمة لكوريا الجنوبية KCGI لدى Bernard S. Black وآخرون، والبرازيل BCGI لدى Recardo P. C. Leal and Andre` L. Carvalhal-da-Silva 2005، و الباكستان PCGI في سوق كراتشي للتداول لدى Attiya Y. Javed and Robina Iqbal 2007، و UCGI في أوكرانيا، وغيرها من أوائل المؤشرات، إن لم يكن الأول من نوعه في سورية.

يتكون مؤشر الحوكمة العام في سورية على مستوى الشركة من طيف واسع متعدد العوامل أو المتغيرات، وسيتم ترتيبها وتجميعها في مؤشرات فرعية sub-indices تشكل معاً المؤشر الكلّي لحوكمة الشركات، وهي تتركز بشكل مختصر في خمسة أبعاد رئيسية: مجلس الإدارة، حملة الأسهم، الأطراف أصحاب المصالح، المراجعة، والإفصاح والشفافية، يضاف إليها إطار الحوكمة الملائم كبعد سادس.

يضاف إليها بعض المتغيرات الرقابية والأداة على النموذج.

على كُلٍّ، هنالك عدد من القرائن أو المؤشرات (متغيرات النموذج) لكل شركة، تم انتقاؤها وتصنيفها ضمن مجموعة من المؤشرات فرعية كمايلي:

١ ـتركيب نموذج/مؤشر الحوكمة:

مؤشر حوكمة الشركات الإجمالي = تا (الآليات الداخلية للحوكمة، والآليات الخارجية للحوكمة).

أو يمكن صياغته بنفس الشكل كالتالي:

جودة الحوكمة = تا (الآليات الداخلية للحوكمة، والآليات الخارجية للحوكمة).

حيث:

$\partial SCGI/\partial External\ Michanisms>0,\ \partial SCGI/\partial internal\ Michanisms>0$

مؤشر حوكمة الشركات الكلّي =

- المؤشر الفرعي لآليات الحوكمة الداخلية I-Index
  - المؤشر الفرعي لمجلس الإدارة و/أو المجلس الإشرافيB-Index
    - المؤشر الفرعي لهيكل وبنية المجلس
    - المؤشر الفرعي لإجراءات المجلس (الإجرائي)
  - المؤشر الفرعي لهيكل الملكية ومؤشر التَّحَصُّن
  - المؤشر الفرعي للمراجعة الداخلية
  - المؤشر الفرعي للإفصاح والشفافية D-Index
- المؤشر الفرعي لآليات الحوكمة الخارجية E-Index
  - المؤشر الفرعي لآليات المراجعة والفحص الخارجية
  - المؤشر الفرعي لآليات السوق
  - المؤشر الفرعي للإطار القانوني والتشريعي
  - المؤشر الفرعي للعلاقة مع أصحاب المصالح والمسؤولية الاجتماعية S-Index

ويمكن تصنيفها بشكل مغاير كمايلي:

ويمكن تركيب هذا المؤشر والمؤشرات الفرعية كما يلي:

SCGI = f (Board Structures and Procedures sub-index, Ownership Structure and mechanism sub-index, Entrenchment sub-index, Disclosure sub-index, Audit (internal, External) audit and inspection, market mechanism sub-index, Legal framework sub-index, CSR and Stakeholders sub-index).

كما ذكر البحث سابقاً، تم وضع التثقيلات في عدَّة دراسات سابقة عند بناء النموذج بشكل متساوي لتلافي التحيز الشخصي لدى القيِّم على الاختبار كما سياقش الباحث لاحقاً عند الحديث عن ثبات واتساق النموذج. مثلاً، اعتمد (Attiya Y. Javed and Robina Iqbal, 2007, p: 8, 9) تثقيل مبني على حكم شخصي لِمُعِدّ الدراسة. ويقول بأن الأولويات المعطاة ضمن كل فئة مستوحاة من الأدبيات التطبيقية والخبراء الماليين في هذا المجال.

إلاّ أن الباحث في هذا البحث سيعتمد على معادلة الانحدار المستخدمة في النموذج لحساب عوامل المتغيرات (Coefficents) لمعرفة العلاقة بين متغيرات الحوكمة والمتغيرات الرقابية والمتغيرات التابعة، وهي طريقة علمية أفضل من الاعتماد على الحكم والتقدير الشخصي لعوامل المتغيرات المستخدمة. ومن خلال أخذ معدل لهذه المؤشرات الفرعية، يمكن الحصول على تقدير لمؤشر حوكمة الشركات لشركة معينة.

يتألف كل مؤشر فرعي من سلسة من المتغيرات أو العوامل المفردة تقود إلى قياس فرعي لآلية من آليات الحوكمة المعروفة في الأدبيات. انظر الجدول رقم ( ) أعلاه.

معادلة الانحدار للنموذج:

يستخدم الباحث مدخل العوامل؛ أي دالَّة 'متوسط' ضرب العوامل وهي كثير حدود يرمز له بـ (SPFA):

المعادلة العامة لنموذج مؤشر الحوكمة الإجمالي هي كمايلي:

$$SCGI_{ij} = a_Y + \beta_{ij}G_{ij} + \beta_{ij}C_{ij} + \varepsilon_{ij} \qquad (1)$$

حيث:

عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

$$I = 1, \dots, i$$

عدد المشاهدات (المتغيرات):

$$J = 1, \dots, j; max\ j = 20$$

عدد الفترات :

$$N = 1, \dots, n$$

وسيتم تطوير المعادلة السابقة لتضم العلاقة مع أداء وقيمة الشركة:

كمايلي:

$$Y_{ij} = a_Y + \beta_{1j} X_{ij} + \beta_{2j} X_{ij} + \varepsilon_{ij} \qquad (2)$$

حيث:

يمثل X المتغيرات المستقلة التفسيرية في النموذج إن كانت متغيرات الحوكمة G أو المتغيرات الرقابية والأداة C، كمايلي:

$$Y_{ij} = a_Y + \beta_{ij} G_{ij} + \beta_{ij} C_{ij} + \varepsilon_{ij} \qquad (٣)$$

بحيث يمكن اختبار علاقة متغيرات الحوكمة مع مقاييس أداء الشركة تارة ومع مقاييس قيمة الشركة المستخدمة تارة أخرى.

سيقوم الباحث بحساب معاملات الانحدار لتقدير العلاقة والارتباط بين المتغيرات المستقلة والتابعة، بما يُسمَّى بتحليل العوامل، وستتم الإشارة إلى المتغيِّر ذي الارتباط الأكبر بالمتغير التابع.

لكن لماذا يتم تركيب المتغيرات والمؤشرات الفرعية في مؤشر إجمالي؟

قد يتسائل البعض، لماذا يتم تركيب ومراكمة العناصر والمؤشرات الفرعية في مؤشر حوكمة إجمالي. والجواب، أن هنالك عدَّة أسباب لتبرير ذلك:

أولاً، أحد أهداف البحث هو قياس المستوى الكلِّي للحوكمة على مستوى الشركة (في ضوء المعايير والقواعد المتعارف عليها عالمياً ومحلياً، خاصة في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشِئة) وأثر ذلك على أداء وقيمة الشركة، حتى وإن كان لبعض المتغيرات أثر مُقيِّد لأداء الشركة. هنا يقترح (Vitaliy Zheka 2006, p:33) إجراء تحليل منفصل للأهمية النسبية للمتغيرات منفردةً والمؤشرات الفرعية في ضوء أداء الشركة و/أو قيمتها.

ثانياً، قد يسبب إهمال أحد، أو عِدَّة، متغيرات هامة لحوكمة الشركات إلى خطأ في القياس بالنسبة لمؤشر الحوكمة. وهذا قد يكون بدوره مصدراً للنمو الداخلي في النموذج.

ثالثاً، لاحظ بعض الباحثين أنه كان لتخفيض وإزالة بعض المتغيرات و/أو المؤشرات الفرعية أثراً جوهرياً من الناحية الإحصائية في كل الحالات، ما يعني أن قوة مؤشر الحوكمة تأتي أكثر من تركيبه ومُراكَمَته لعدد من مقاييس الحوكمة بدلاً من قوة عنصر أو مجموعة قليلة من عناصر الحوكمة. مايشير أيضاً إلى أن قوة مؤشر الحوكمة ليست حساسة إلى حدٍّ كبير تجاه طريقة تركيبه.

رابعاً، يسمح توفُّر مقياس أو متغير واحد لجودة الحوكمة باستخدامٍ أسهل لتحليل المتغيرات الأداة لمعالجة مشاكل القياس؛ بالمُقابِل، يتطلَّب وجود أكثر من متغير حوكمة استخدام أدوات أفضل (Vitaliy Zheka 2006, p:33).

من جهةٍ أخرى يشير (Kashif Rashid 2008, p: 81) إلى أن الانحدار التراكمي يكشف أهمية متغيِّرٍ ما في تأثيره على قيمة أو أداء الشركة؛ وذلك من خلال إزالة متغيرات مفردة وملاحظة أثر ذلك على النموذج باستخدام قيمة R^2، أي أثر هذا المتغير المستقل على المتغير التابع في معادلة الانحدار (إن كان متغير قيمة أو أداء).

وفيمايلي: جدول الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ورموزها المستخدمة في السوق.

الشركات المدرجة			
تسلسل	القطاع	اسم الشركة I	الرمز
	زراعي	1	
1		الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات - نماء	NAMA
	تأمين	2	
2		السورية الدولية للتأمين - أروب	AROP
3		الشركة السورية الوطنية للتأمين	NIC
4		الشركة المتحدة للتأمين	UIC
5		شركة العقيلة للتأمين التكافلي	ATI
	بنوك	3	
6		البنك العربي- سورية	ARBS
7		المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF
8		بنك الأردن - سورية	BOJS
9		بنك الشرق	SHRQ
10		بنك بيبلوس- سورية	BBS
11		بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF
12		بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB
13		بنك سورية والخليج	SGB
14		بنك سورية والمهجر	BSO
15		بنك عوده سورية	BASY
16		بنك قطر الوطني- سورية	QNBS
17		فرنسبنك - سورية	FSBS
	صناعي	4	
18		الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	AVOC
	خدمات	5	
19		الشركة الأهلية للنقل	AHT
20		المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	UG

المصدر: DSE at 12 Mar. 2011.

وعليه، تكون مصفوفة متغيرات الحوكمة G_{ij} حسب رموز الشركات في السوق كمايلي:

$$G_{ij} = \begin{matrix} G_{\text{NAMA,BODsize}} & G_{\text{NAMA,BOD outsiders\%}} & G_{\text{NAMA,\%BOD affiliated}} & G_{\text{NAMA},Duality} & \cdots & G_{\text{Nama},j} \\ G_{\text{Arop,BODsize}} & & & & & \\ & \ddots & & & & \\ & & \ddots & & & \\ \vdots & & & & \ddots & \vdots \\ G_{\text{UG,BODsize}} & & & & \cdots & G_{\text{UG},j} \end{matrix}$$

ومصفوفة المتغيرات الرقابية C_{ij} حسب رموز الشركات في السوق كمايلي:

$$C_{ij} = \begin{pmatrix} C_{\text{NAMA},ln(assets)} & \cdots & C_{\text{NAMA},j} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ C_{\text{UG},j} & \cdots & C_{\text{UG},j} \end{pmatrix}$$

ومصفوفة خطأ التقدير ε_{ij} حسب رموز الشركات في السوق كمايلي:

$$\varepsilon_{ij} = \begin{pmatrix} \varepsilon_{Nama,j} & \cdots & \varepsilon_{Nama,j} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ \varepsilon_{UG,j} & \cdots & \varepsilon_{UG,j} \end{pmatrix}$$

ويكون أداء الشركة = تا (خصائص الشركة، أداء الشركة السابق، عوامل غير قابلة للملاحظة).

الفصل الثاني: المسح الميداني والمعالجة الإحصائية للمتغيرات

المبحث الأول: الدراسة الإحصائية

١ـ الإحصاءات الوصفية

أهم الإحصاءات الوصفية التي تم استخدامها هي التكرارات ومقاييس النزعة المركزية والتشتت.

منهجية النموذج وأهم الاختبارات:

بعد استعراض الإحصاءات الوصفية، يجري البحث تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والتابعة، ثم يحسب عوامل النموذج من خلال معادلة الانحدار المتعدد، ويبحث عن أية معادلة تشكل أفضل تمثيل لتوزع المتغيرات في النموذج.

موثوقية متغيرات الحوكمة المستخدمة:

يعتقد الباحث أن متغيرات الحوكمة المستخدمة في نموذج البحث هي قرائن قوية نسبياً لحالة جودة حوكمة الشركات في شركة ما. لكن يمكن لشخص ما التساؤل حول هذه الموثوقية على اعتبار عدم القدرة فعلياً لتغطية قائمة عناصر الحوكمة بشكل شامل تماماً[١].

الردّ على هذا التساؤل يأتي كما يلي: أولاً، مازال النموذج يُوَظِّف عدداً من مؤشرات الحوكمة التي أثبتت أهمية ملحوظة في الأدبيات السابقة والممارسات الدولية. ويعتقد الباحث بأنها تعطي معلومات كافية نسبيّاً للتمييز بين الشركات من حيث جودة ممارسات الحوكمة فيها. ثانياً، تغطي المتغيرات المستخدمة مُعظم عناصر الحوكمة على مستوى الشركة (وليس عدد قليل منها)، بما في ذلك ترتيبات مجلس الإدارة، وحقوق حملة الأسهم، والإفصاح. ثالثاً، يُقِرّ الباحث بإمكانية مُعاناة جودة المؤشرات الفرعية والمتغيرات من بعض الأخطاء في المتغيرات على اعتبار أنها متغيرات منتشرة في الأدبيات تُستخدَم كقرائن، خاصة عندما تكون بدلاً من متغيِّرٍ غير ملحوظ.

تكمن المشكلة في ذلك، أن أخطاء قياس مُتغيرات حوكمة الشركة تُضعف من القدرة التفسيرية لهذه المتغيرات؛ وتعتمد مدى جِدية هذه المشكلة على مدى استقلال توزع المتغير عن التشوش الحاصل في النموذج. لأن خطأ القياس هذا يظهر في كِلا مُتغيرات الحوكمة وفي شرط التشويش (أي خطأ القياس)، يكون لدى معادلة التقدير تشوشاً يرتبط بالترافق مع متغير الحوكمة المستخدَم، لذلك يعمد

[١] مثلاً تضع الـ OECD في إحدى قوائم استقصائها حول إطار حوكمة في بلدٍ ما ما يزيد عن ٤٥٠ سؤال.

بعض الباحثين إلى معالجة مثل هذه المشكلة باستخدام تحليل المتغيرات الأداة (Vitaly Zeheka, 2006, p: 18).

بلغ معامل إلفا المستخدم في تحليل الموثوقية ٠.٧٣٨، ما يعني أن الموثوقية مقبولة إلى حدٍّ ما بالمتغيرات المستخدمة.

٢-اختبارات الانحدار المستخدمة:

أولاً: اختبار الارتباط والتمثيل R^2

تُبَيِّن قِيَم R squared في نموذجٍ قياسيٍّ ما، نسبةَ تفسير المتغيرات المستقِلَّة للمتغيِّر التابع (جودة الملائَمَة). وتتراوح قيمها بين الـ /٠/ والـ /١/. بالتالي، تُبَيِّن قيمة R^2 الأقرب إلى الواحد أن المتغيرات المستقلة تُفسِّر مُعظَم التباين في قيمة الشركة أو أدائها في هذا البحث.

ثانياً: t test:

سيُستخدم *t* test لفحص أهمية البارامترات (أي الفرضيات) الفردية عند كل متغيِّر في تحليل الانحدار في هذا البحث. تتعلق هذه الفرضيات الفرديِّة بالعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

ثالثاً: f test:

سيعمل اختبار f test على جعل الانحدارات الجزئية للعوامل مساوية للصفر /٠/ وسيساعد في فحص أهمية الفرضيات المتعلقة بكل متغيِّر على حِدى في النموذج. ستُبَيِّن أهمية احصاءات f العلاقة بين طرفي النموذج، هذه العلاقة التي سيتم اختبارها من خلال قبول أو رفض الفرضيات البديلة. في هذا البحث، سيتم اختبار الفرضية البديلة تجاه فرضية العدم، التي تقترح ضعف في العلاقة بين المتغير التابع وأدوات (آليات) حوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشِئة.

تُعطي اختبارات t and f في النموذج المقترح فقط النتائج الصحيحة اذا تَبِع النموذج افتراضات الانحدار الخطِّي الكلاسيكي. هذه الافتراضات هي:

١. لشرط (حدّ) الخطأ تباين ثابت في كل الملاحظات في النموذج المقترَح؛
٢. هنالك ضعف في العلاقة بين المتغيِّرات المستقلة في النموذج المقترَح؛
٣. ينبغي أن تأخذ المتغيرات التفسيرية في النموذج المقترَح قيمة ثابتة عند تكرار سحب العينة؛
٤. هنالك علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة والتابعة وبين خطأ القياس في النموذج؛
٥. قيمة الخطأ المُتَوَقَّعة مساوية للصفر في النموذج المقترَح؛
٦. يُعتبر حدود الخطأ (شرط الخطأ) مستقلاً عن بعضِها البعض في مشاهَدات مختلفة في النموذج عبر الزمن.

بالتالي في حال عدم توفُّر فرضيات الانحدار الخطِّي تظهر مجموعة من مشاكل القياس من أهمَّها مايلي:

٣-تعليقات أوَّلية على مشاكل القياس في النموذج:

<u>٣-١ النمو والارتباط الداخلي Endogeneity and Multicollinearity في النموذج:</u>

فيمايلي إجابة عن السؤال: ماذا فعل باقي الباحثين لاختبار الاعتماد البيني لمتغيرات نماذجهم ولاختبار الثبات؟

يُعتبر النمو الداخلي وتغاير الخواص والخصائص غير الملحوظة المسبِّبة لتحيُّز التقدير مشكلة جديرة بالاعتبار للدراسات في أدبيات الحوكمة. سيحاول هذا البحث تحليل العلاقة بين الحوكمة والأداء وقيمة الشركة باستخدام عدَّة إجراءات تقدير، بما فيها (تحليل العوامل من خلال الـ OLS, fixed effects, difference and systems GMM، في محاولة لتوليد تقديرات كفوءة وغير متحيِّزة. هنالك ثلاثة مصادر مختلفة للنمو الداخلي تتواجد في العلاقة بين الحوكمة وأداء الشركة (كما حدَّدها Wintoki, Linch, and Netter, 2008) وهي: التزامن، النمو الداخلي الديناميكي، تغاير الخواص غير الملحوظ (David T. Tan 2009, p: 20).

يشير Ricardo P.C. et al.(2005) في فحصه لاحتمال حدوث نمو داخلي و/أو حدوث تناقض بين المتغيرات بحيث يكون أثرها السببي متعاكس معوضاً لبعضها الآخر والنتيجة الكلية للمؤشر مُضَلِّلة، بأن كل من (Claessens et al (2002: 2764 ورفاقه قد وضَّحوا أن احتمال الحدوث لهذه المسألة ضعيف جداً. حيث أخذوا تغيرات الملكية وأثرها على قيمة الشركة، ويعتقدون بأن هذه التغيرات بطيئة عند مقارنتها بتغيرات قيمة الشركة؛ يدعم تحليل Ricardo وزملاؤه وجهة النظر هذه (Ricardo P. C. Leal and Andre' L. Carvalhal-da-silva 2005, p: 35).

تقترح دراسة الأدبيات إلى تأثُّر العلاقة بين حوكمة وقيمة و/أو أداء الشركة بعامل النمو الداخلي بين متغيرات حوكمة الشركات. وجد Larcker, Richardson and Tuna (2004) علاقة ضعيفة بين قيمة الشركة وحوكمتها. بشكل مشابه، لم يَجِد Bauer, Gunster and Otten (2003) أية علاقة بين قيمة الشركة ومتغيرات حوكمتها. وحاججوا بأن سبب عدم وجود علاقة هامة بين هذه المُتغيرات هو النمو الداخلي وتحيز الانتقاء بين المتغيرات (Kashif Rashid 2008, p: 81).

يؤدي وجود النمو الداخلي في نموذج الانحدار إلى عدم كفاءة وعدم موثوقية في المتغيرات، بما يُؤَثِّر على متانة النتائج التي يتم التوصُّل إليها حول فرضية ما. الغرض هنا من هذا السرد محاولة اختبار هذه الظاهرة وإيجاد المعالجة الملائِمة لها.

يُؤكّد Himmelberg et al. (1999) أنه يمكن لبيانات مُؤَطَّرة في نموذج ذي تأثُّرات ثابتة على مستوى الشركة، التعامل مع وجود النمو الداخلي للنتائج على الرغم من استخدام متغيرات التحكم. وما إذا تم الاعتماد على مقاييس تركُّز الملكية (كتلك التي ذَكَرها الباحث سابقاً والمستخدمة ضمن منهجية الـOECD عند تكوين فكرة عن طبيعة الحوكمة والملكية في شركة ما) أم على مؤشر الحوكمة CGI فيمكن وصف ممارسات حوكمة الشركة من خلال العلاقة الخطية التالية:

$$\boldsymbol{G_{i,t} = \beta_1 x_{i,t} + \gamma_1 u_i + e_{i,t}} \quad (١)$$

حيث $G_{i,t}$ هي ممارسات الحوكمة في الشركة i في الفترة t؛ و $x_{i,t}$ هو شعاع متغيرات الرقابة على النموذج الملحوظة، في حين u_i تمثل العوامل غير الملحوظة في فترة ثابتة. ولأن هذه العوامل هي أثار ثابتة بالنسبة لشركة ما، يدَّعي Himmelberg et al. (1999) بأن استخدام تحليل بيانات مُؤَطَّرة (أي تحليل بيانات معيَّنة ومُحَدَّدة) مع تأثيرات ثابتة على الشركة يمكن أن يحدد ما إذا كانت

العلاقة بين حوكمة الشركة وقيمة الشركة هي داخلية التأثير والنمو (تعويضية). ويتم تمثيل معادلة قيمة الشركة كمايلي:

$$Q_{i,t} = aG_{i,t} + \beta_2 x_{i,t} + \gamma_2 u_i + v_{i,t} \qquad (٢)$$

حيث $Q_{i,t}$ قيمة الشركة وفقاً لممارسات حوكمة معينة، مقاسة مثلاً بـ Tobin's q. على كل، استبعد Recardo et al. (2005) تأثير العوامل غير الملحوظة وعدّلوا المعادلة السابقة لتصبح (وكما هي مستخدمة في كثير من الاختبارات التطبيقية):

$$Q_{i,t} = aG_{i,t} + \beta_2 x_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (٣)$$

بحيث تُمَثِّل هذه المعادلة تمثيلاً صحيحاً ممارسات حوكمة الشركة وعلاقتها بالقيمة فقط إذا كان الارتباط بين G وَ ε يساوي الصفر، الأمر الذي يحدث فقط عندما تكون معامِلات المتغيرات غير الملحوظة في المعادلة (١) و(٢) أعلاه معدومة؛ وهذا أمر ضعيف الاحتمال في حال تطبيق المعادلة على بيانات لعدة سنوات معاً، لذلك حاول Himmelberg et al. (1999) السيطرة على ذلك من خلال نمذجة المتغيرات المتناقضة بافتراض أن التأثيرات المستبعَدة تكون ثابتة في لحظة معينة، واستخدموا بدورهم تحليل البيانات في فترات زمنية ثابتة؛ (أي مثلاً، كل سنة لوحدها بدلاً من سلسلة سنوات) للتحقق من سلوك هذه المتغيرات من خلال معامِلاتها في جداولها التقاطعية[١].

يشير recardo وزملائه إلى أن Himmelberg et al. (1999, p: 378) ما زالوا يعتقدون بأن وجود الأثر التعويضي (النمو الداخلي) لمتغيرات النموذج يَفرِض حاجة للتعمُّق أكثر في بنية النموذج بالنسبة لتحليل البيانات المحددة أو المُؤطَّرة زمنياً لتحديد أثر متغيرات حوكمة الشركات على قيمة الشركة. واستخدم الباحثون حجم الشركة كمتغير أداة ووسيلة. وترتبط مقاييس الحجم بشكل غير خطِّي بممارسات حوكمة الشركات، لكنها لا ترتبط بشدة بقيمة الشركة في حال كان هنالك حضور قوي لمتغيرات حوكمة الشركات (أي عند كل إدخال). وينطبق هذا التفسير على النموذج الذي يستخدمه الباحث في هذه الدراسة، وهذا مايتوقعه الباحث من استخدام المتغيرات

[١] اتبع الباحث أسلوب المشروع التجريبي Pilot project باختبار مُصغَّر لنموذجه وبعدد أقل من الأسئلة (المتغيرات)، بمافيها تلك تميز الشركات عن بعضها البعض بشكل أوضح، واستخدام تحليل بيانات لفترات محددة، وبما يشبه مدخل المقاييس المتوازنة، وباستخدام نفس المتغيرات الرقابية ضمن النموذج. على كل حال، لم تَعُدْ هذه المعامِلات في نموذج البيانات المُؤطَّرَة (كل سنة على حِدى) هامة، بالرغم من بقائِها موجبة.

الأداة (مثلاً، يستخدم متغير الحجم، ضمن متغيرات أخرى، كأداة للسيطرة على التباين بين حجوم الشركات الداخلة في الدراسة).

وتُستخدَم المتغيرات الأداة instrumental لاختبار استمرار صحة النتائج وفق التغيرات المُدخلة إلى النموذج، ما يؤكد على وجود علاقة سببية بين مدخلات ومخرجات النموذج.

على كلٍّ، يمكن توجيه النموذج المستخدم من قِبَل الباحث لتقييم والتنبوء بمؤشر حوكمة الشركات بشكل أساسي، إضافة لتطويره كي يستخدم بشكل غير مباشر للتنبوء بقيمة وأداء الشركة من خلال نموذج حوكمة الشركة.

مثلاً، استخدم العديد من الباحثين منهم (2003) .Black et al متغير الحجم كمتغير بسيط (٠،١)، والمستخدم أيضاً من قِبَل هيئة الأوراق الكورية وتعليماتها التي تتطلب ممارسات حوكمة معينة، فقط للشركات التي تزيد حجم أصولها عن حدٍّ مُعَيَّن. وعلى الرغم من أن سوق دمشق لم تضع حدود بالحجم لتطبيق ممارسات حوكمة معينة بعد، إلاَّ أنها قامت بوضع إجراءات وشروط إدراج أسهل للشركات المساهمة غير المُدرجة بعد في السوق.

يعتقد بعض الباحثين أن "عامل الحجم" يجعل تبنِّي ممارسات أفضل للحوكمة أمراً أسهل للشركات الأكبر ويعطيها ميزة على منافسيها. وكتفسير لأثر عامل الحجم هو تكاليف التمويل القصير الأجل. فبينما يمكن أن تصل معدلات الفائدة السنوية على قروض رأس المال العامل إلى ٣٥%، كانت لكبار الوكلاء والموردين الرئيسيين والشركات الكبيرة والمتعددة الجنسيات ٢١%، هذه الشركات التي يمكنها أن تكفل هذه القروض ومقترضيها النهائيين. لذلك يعتقد الباحث بأهمية أخذ عامل الحجم بعين الاعتبار في النموذج المقترح. سبب آخر لتضمين عامل الحجم، هي التكاليف الثابتة المرتفعة لإبقاء شركة مطروحة للاكتتاب العام ومُدرجة في الأسواق.

وعليه قرر الباحث متغير بسيط لعامل الحجم يساوي (١) إن كانت الشركة ضمن في الربيع الأعلى من حيث الحجم، وصفر (٠) بغير ذلك.

بالتالي، لمعالجة التأثير الداخلي (أو النمو الداخلي) يمكن تقدير معادلات متزامنة آنيَّة لمجموعة الشركات الداخلة في العينة بالترافق مع مقاييس الأداء و/أو قيمة الشركة، مثل Topin's q، إضافة للمتغير البسيط لعامل الحجم. فيمكن تمثيل نموذج التأثر الداخلي باستخدام تدوير نموذج

بالترافق مع المعادلة الآنيَّة المستخدمة من قبل Hermalin and Weisbach (2003) . Agrawal and Knoeber (1996)

لم يكن هنالك أي سبب مسبق في دراسة Bebchuk et al. 2004 يدعو إلى توقُّع مساهمة كل بنود (متغيرات) مؤشر الـ IRRC في الارتباط المُوَثَّق في الأدبيات بين متغيرات الحوكمة ككل مع مقياس Tobin`s Q ومع عوائد الأسهم خلال فترة دراستهم. وهذه النقطة انتبه لها Gompers وزملاؤه 2003. فقد اختاروا استخلاص نتائج من تقدير الأهمية النسبية للبنود بإعطاء أوزان متساوية لكل متغيرات مؤشر الـ IRRC وذلك للتركيز على فحص المشكلة العامة؛ ما إذا كان هنالك صلة بين بنود حوكمة الشركات وقيمة الشركة بشكل تراكمي. فقد يكون لبعض البنود أو المتغيرات علاقة ضعيفة، وبعضها الآخر قد ترتبط إيجابياً مع قيمة الشركة. وقد تختلف درجة صلة هذه البنود التي ترتبط سلبياً مع قيمة الشركة أو العوائد على السهم فيما بينها. أكثر من ذلك، على الأقل، ربما يكون بعضها هو محصلة أو ناتج نمو داخلي لتوزيع السيطرة بين حملة الأسهم والمدراء الموضوعة من قِبَل بنود أخرى غيرها (Lucian Bebchuk et al. 2004, p: 2).

يجادل Agrawal and Knoeber (1996) بأنه على اعتبار أن آليات الحوكمة البديلة تعتمد على بعضها البعض، فإن أثر آلية حوكمة واحدة (لوحدها) على أداء الشركة (مُقَاساً مثلاً بمقياس Tobin`s Q) هو أثر مضلل بشكل جوهري (Jay C. Hartzell, Jarl G. Kallberg, and Crocker H. Liu, 2004, p: 1) ، ما يدفع الباحث إلى التأكد من صحة هذه النتائج على الحالة في سورية من خلال دراسة علاقة كل مؤشر فرعي أو فردي للحوكمة مع أداء وقيمة الشركة، ثم علاقة المؤشر ككل؛ وهذه إحدى المنافع التي يأمل الباحث أن يقدمها النموذج المقترح في هذا البحث.

وعلى افتراض أن هنالك علاقة ارتباط بين أداء الشركة وجودة حوكمتها، فالسؤال التالي الذي يبرز هو: هل يُؤدِّي تحسين ممارسات الحوكمة إلى تحسُّن أدائها؟ بكلماتٍ أُخرى، هل تساعد ممارسات الحوكمة الجيدة في حل مشاكل (الوكيل – والمالك) و(المُلاّك فيما بينهم؛ مالِك – مالِك) وفي الوقاية من سوء الإدارة؟

هنالك العديد من التفسيرات البديلة الممكنة. أولاً: إذا تم طرح المشكلة بشكل معاكِس؛ أي من المُرَجَّح أن تتبنَّى الشركات ذات الأداء الأفضل ممارسات حوكمة أسلَم من أجل الاستمرار بتحسين أدائِها. بالتالي يتَّجه التأثير في هذه العلاقة السببيِّة في جُزءٍ منها من الأداء نحو جودة حوكمة الشركة. وسيكون هنالك علاقة سببية بين حوكمة الشركة والأداء، لكن هذه العلاقة ستظهر بشكل مُبالغ به في حال استخدام معامل تحليل المربعات الصُغرى الأوَّلي OLS (David T. Tan 2009, p: v; Vitaliy Zheka 2006, p:19).

ثانياً، إنها مسألة إشارة إلى جودة الحوكمة؛ فيُقَال عن الشركة التي تُبدِي التزاماً بمماسات الحوكمة الجيدة أنها 'تتصرّف' بشكل حسن، إشارةً إلى حوكمتها الجيدة. لكن، عندها، الإشارة هي التي تُؤثِّر في الأداء وليس معايير الحوكمة. مثلاً، يمكن للشركات أن تلتزم بمعايير إفصاح محلية عالية وغيرها من متطلبات لجنة السوق المالي (الأمر الذي يُمكن ملاحظته من خلال مقاييس حوكمة الشركة المستخدمة في النموذج) للإشارة إلى نيَّة الإدارة بتحمل المسؤولية والشفافية تجاه حملة الأسهم وغيرهم من المستثمِرين المحتمَلين، على الرغم من احتمال عدم احتواء المعلومات المُفصَح عنها على كل المسائل المادية غير الموصَّفة بالقوانين إلاَّ أنَّها قد تُؤَثِّر على سلوك حملة الأسهم. عندها سيكون هنالك علاقة ما بين الحوكمة والأداء، لكن بدون وجود علاقة سببية أو وبوجود علاقة سببية زائفة، وهذا ما أشار إليه (David T. Tan 2009, p: v; Vitaliy Zheka 2006, p:19)؛ وستكون الحوكمة كقرين لمتغير مُغْفَل – هو نيَّة الإدارة.

ثالثاً، في حالة الفروق الأمثل للنمو الداخلي في النموذج، تتبنى الشركات المختلِفة ممارسات حوكمة على أساس احتياجاتها المُحَدَّدة. مثلاً، قد تتبنى الشركات ذات الأداء الجيد في الأسواق المتقدمة الديناميكية معايير حوكمة جيدة للتأكيد على قدرتها في الدخول إلى أسواق رأس المال الدولية مستقبلاً. بالتالي قد لايكون هنالك علاقة سببية في هذه الحالة بين حوكمة الشركات في الوقت الحاضر على الأقل، وستُبالِغ نتائج تحليل الـ OLS بقوة العلاقة.

التفسير الرابع هو مشكلة المتغير المحذوف (أو ما أسماه البعض المتغيرات غير الملحوظة في النموذج). ربما ترتبط الحوكمة والأداء مع عِدَّة متغيرات اقتصادية أُخرى، وإن لم تتم السيطرة على هذه الإمكانية إما من خلال السيطرة على هذه المتغيرات، أو عندها، يمكن بطريقةٍ أُخرى استنتاج وجود علاقة مباشَرة هامَّة بين حوكمة وأدائها بشكل خاطِئ.

وكما ذكر الباحث، وجدت العديد من الدراسات الأخرى دليل عملي موضع نقاش حول النمو الداخلي. على سبيل المثال، نَشَر (Bahgat and Balack (2002) and Erickson, Park, Reising and Shin 2003) علاقة سببية مُعاكسة تتجه من قيمة الشركة السوقية باتجاه استقلال مجلس إدارتها. بنفس الوقت لم يجد (Black at al. (2004) and Gillan, Hartzell and Starks (2003)) مشاكل نمو داخلي هامة تتعلق بالعلاقة بين الحوكمة ومقياس Tobin`sQ في دراساتهم (Vitaliy Zheka 2006, p:19).

٣-٢ الارتباط الداخلي (Multicollinearity):

إذاً، للتلخيص يمكن القول أن هذه الظاهرة تحدث في النموذج عندما ترتبط المتغيرات المستقلّة ببعضها البعض Multicollinearity. يتم الكشف عن حدوث هذه الحالة عندما يكون للنموذج قيمة مرتفعة لـ R^2، بينما تكون معدَّلات أو نِسب t للمتغيرات المستقلة غير هامة. كما يمكن أن يشير الخطأ المعياري الكبير للمتغيرات إلى وجود النمو أو الارتباط الداخلي بين المتغيرات المستقِلة. بالمقابل، ستُظهِر المُعامِلات التي يَتَعَذَّر تحديدها مع وجود خطأ معياري كبير استقامة واحدة وتَسَامُت تام لكل المتغيرات المستقلة.

كما يمكن استخدام عامل التحمُّل وعامل تضخم التباين لكل متغيِّر من متغيِّرات الحوكمة للكشف عن النمو الداخلي في الأسواق الناشئة أو في طور النشوء كسورية. تدلّ قيم عامل تضخُّم التباين التي تزيد عن /١/ وقيم عامل التحمُّل التي تقترب من الـ/٠/ إلى وجود النمو الداخلي في النموذج (تسامت، أي عدم تعامد بين الخطأ وباقي متغيرات النموذج).

وسيتم حساب عامل تضخُّم التباين (VIF) من خِلال جعل كل المتغيرات المستقلة تابعة، ثم إعادة حِساب R^2. هذه القيمة سيتم استبدالها بالمعادلة أدناه للحصول على القيمة النهائية.

$$VIF = 1/1 - R^2$$

يحسب معامل التحمل في النموذج المقترَح من خلال جعل كل المتغيرات المستقلة، كما قلنا كمتغيرات تابعة ثم تُحسب قيمة R^2. أخيراً، سيتم طرح R^2 من (١) للحصول على قيمة معامل التحمُّل كما يلي:

$$TF = 1 - R^2$$

ويمكن عندها استبدال المتغيرات التي لديها مشكلة تسامت بمتغيرات جديدة لحل هذه المُشكِلة (Kashif Rashid, 2008, p:79).

٣-٣ الارتباط الذاتي *Autocorrelation*:

سيتم فحص علاقة خطأ القياس ε في النموذج عن الفترة الأولى مع خطأ النموذج في الفترة التالية للكشف عن الارتباط الذاتي.

تظهر مشكلة الارتباط الذاتي في نماذج الحوكمة وعلاقتها بالأداء والقيمة في الشركة عند ارتباط حدّ الخطأ لفترتين مختلفتين. وسيكون التقدير المستخدم في النموذج غير كفوء في حال وجود الارتباط الداخلي، لكنه قد يبقى مُتَّسِقاً وغير مُتَحيِّز. كذلك، ستفشل نتائج القياس للفرضيات المتعلقة بالنموذج في اختبار الثبات robust test (Kashif Rashid, 2008, p:79).

بعض الباحثين استخدموا اختبار Durbin Watson للكشف عن الارتباط الذاتي في نماذج الحوكمة وقيمة الشركة. تُظهِر قيمة Durbin Watson الإحصائية أقل أو أكبر من /٢/ وجود ارتباط داخلي في النموذج المُختبَر. ثم استخدموا مقاييس مُخَفِّفة معيارية لإزالة الارتباك الداخلي من النموذج في حال كانت قيمة هذا الاختبار أكبر أو أقل من /٢/ (Kashif Rashid, 2008, p:79).

٣-٤ استراتيجية للتعامل مع مشكلة النمو الداخلي في النموذج:

من خلال مراجعة الأدبيات التطبيقية في موضوع البحث، تم تحديد وتبيان مشاكل نمذجة هامة بعدة طرق. أولاً، استخدم الباحث مجموعة من المتغيرات الرقابية للتقليل من أهمية مشكلة الفروق الأمثل. ثانياً، تم استخدام نماذج تحليل للحدّ من تغيرات خصائص الشركة غير الملحوظة عبر الزمن مثل القدرات الإدارية، خصائص المالِك،..إلخ. ثالثاً، تم استخدام تحليل متغيرات أداة.

يُعتبَر تحديد الأدوات الملائمة أمراً هامّاً في أدبيات حوكمة الشركات. حيث ينبغي أن تكون الأداة السليمة خارجية النمو exogenous وغير مُتأثِّرة بأداء الشركة. من المرغوب أن تكون الأدوات مرتبِطة بمقياس الحوكمة بشدة. وينبغي أن تُؤثِّر على المتغيِّر التابع (في حالتنا هنا، أداء الشركة)

فقط من خلال أثرها على متغيِّر حوكمة الشركة وليس بشكل مباشر (Vitaliy Zheka 2006, p:20).

يمكن استخدام مجموعتين من المتغيرات الأداة لِتبْيان النمو الداخلي في النموذج عادةً. أولاً، استخدام التباينات الاقليمية لمستويات الثقة الإجتماعية فيما بين البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشِئة لتشكيل ثلاثة أدوات: التنوع الثقافي والأخلاقي والسياسي. ثانياً، استخدام متغيِّر الثقة. كما يستخدم البعض سلسلة من المعادلات الزمنية.

٣-٥ تَغَاير الخواص وعدم التجانس Heteroscedasticity and Heterogeneity:

راقب (Kashif Rahid 2008, p: 80) تباين حدّ الخطأ في نموذج الحوكمة وقيمة الشركة. يقود تباين المتغيِّر عبر الزمن إلى مُشكِلة تُسمَّى تغاير أو تغيُّر في خصائص المتغير. سيكون تقدير النموذج المستخدم في هذه الحالة غير كفوء، لكنه يبقى غير مُتَحيِّز وثابت، ما يجعل النتائج التي يتم الوصول إليها غير موثوقة.

واستخدم Kashif Rashid لذلك مقياس White diagonal لإزالة تغاير الخواص في نموذجه. تسمح هذه المعالجة بتصحيح تباين حدّ خطأ النموذج بتقسيم حدّ الخطأ على تباينه. بالتالي سيختلف التقدير في هذه الحالة عن تقدير الـ OLS بسبب تقليل المجموع المُثَقَّل للمربعات المُتَبَقِّية. تُعرف هذه الطريقة بتقدير المربعات الصُّغرى المُعَمَّم (GLS)، وسيُمَكِّن من الحصول على نتائج أكثر موثوقية حول رفض أو قبول الفرضيات ذات العلاقة من خِلال النموذج (Kashif Rashid, 2008, p:80).

٣-٦ فحص متانة النموذج:

يُعتبر هذا الفحص نوعاً من فحص افتراضات نموذج الانحدار وضبط التباين والتسامت collinearity. مثلاً، يتم اختبار فرضيات الانحدار من خلال فحص بواقي النموذج. هذه الفرضيات هي: الاستواء والتوزع الطبيعي normality، والخَطِّيّة، والتجانس homoscedasticity، واستقلال البواقي (كما لدى Pedhazur, 1997). الطُّرق البديلة الأخرى

المُتَّبعة للتغلب على أي انتهاك للفرضيات الأساسية هي: مثل مناقَلات استقرار التباين، واستخدام انحدار المربعات الصغرى المُثَقَّل (Turki Bugshan 2005, p: 98).

تَميل التوزيعات ذات التباين المنتَهِي لوجود نهايات عريضة thick tails؛ ما يعني وجود ابتعاد عن محور الإحداثيات outlier. بحيث يمكن وضع تثقيلات كثيفة نسبياً على الحالات أو المشاهَدات المبتعدة عن محور الإحداثيات خاصَّتها. بالتالي، يؤدي وجودها إلى تحيُّز وحساسية شديدة لتقديرات المربعات الصغرى. اقترح (1980) Malinvaud مثل هذا المدخل لتحويل التباين غير المُنتَهِي إلى تباينٍ منتهي ومحدَّد من خلال افتراض أن توزُّع المُشاهَدات المُشَوشة محدود ومُقيَّد.

يمكن اعتبار خصائص الحوكمة مرتبطة داخلياً (أي لديها مشكلة التسامت collinearity). وإذا وُجِدَ أن مُشكِلة التسامت أو التسامت المتعدد multicollinearity مؤذِية للنموذج، يمكن تبنِّي عِدَّة طرق لتخفيف حساسية مشكِلة التسامت التي تحدَّث البحث عنها أعلاه، منها (Turki Bugshan 2005, p: 99):

- تحويل المتغيرات الموجودة في النموذج للتقليل من جِدِّية المشكلة (كما لدى Gujarati, 1999)، وهو ما ذكره البحث أعلاه بتحويل المتغير المستقل إلى تابع والتابع إلى مستقل ثم إعادة حساب العوامل؛
- استخدام تقدير قمم الانحدار ridge regression estimator كما لدى Hoeral and Kennard 1970)؛
- اختيار متغير تشغيلي آخر يُمَثِّل الخصائص المترابطة داخلياً لتجنُّب مشاكل النمو الداخلي المُحتَمَلة.

عِلماً، أن هنالك من استخدم طريقة المعادلات المتزامنة في أدبيات حوكمة الشركات للكشف عن التسامت (مثل، David T. Tan 2009, p: 21 وغيره). على كلِّ حال، ليست هذه الطريقة الوحيدة، لأن تقدير نظم المعادلات الخطية المتزامنة بحاجة إلى نظرية لتقييد المعامِلات قبل بدء التقدير. وعلى فرض ذلك، لاتوجد نظرية حول تفاعل الخصائص بشكل واضح، ما يضعف القدرة على تقييد معامِلات في النموذج باستخدام المعادلات المتزامنة.

٤- مجتمع الدراسة

الشركات المساهمة المُدرجة في سوق دمشق للتبادل. ومن أهم الأسباب لاختيار هذه الشركات هي كونها شركات مساهمة، يتوفر لدى معظمها حجم كبير نسبياً بالنسبة للسوق المحلي، وبيانات أفضل حول حوكمة الشركات والأداء المالي.

٥- العينة والمشارِكون

عينة البحث هي كل الشركات المدرجة في سوق دمشق للتبادل، أما المشاركين فهم أعضاء مجالس إدارات هذه الشركات واللجان المتفرعة عنها، إضافة لكبار اللإداريين التنفيذيين ومراجعي الحسابات فيها.

٦- جمع البيانات للدراسة

تم في هذا البحث اقتراح نموذج لحوكمة الشركات في الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، مع دراسة حالة في سورية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للتبادل DSE. والمعلومات المستخدمة ذات استخدام تطبيقي على هذه الشركات لتحسين ممارسات حوكمة الشركات فيها. ومن المُتَوَقَّع أن يكون هنالك حاجة لنموذج بديل (ربما مرحلي) للنموذج الغربي في سياق الدول ذات الأسواق الناشئة.

٧- البيانات المالية وغير المالية

التقارير المالية السنوية:

مأخوذة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

أداة الدراسة:

تم في هذا البحث مسح ٢٠ شركة مدرجة في سوق دمشق للتبادل من عدة قطاعات. وتم إرسال استمارة الاستبيان بعدة طرق: بالبريد الإلكتروني، وورقياً للمدراء التنفيذيين الرئيسيين، والأعضاء التنفيذيين والخارجيين، والإدارت العليا. ومراجعي هذه الشركات، وقبول الردود بنفس الطريقة لتسهيل العمل واختصار الوقت وتقليل تكلفة جمع البيانات وتحسين نسبة الردود. وحيثما كانت الردود منخفضة، تمت متابعة الاستبيان من خلال إعادة الإرسال والاتصال، ورسائل متابَعة،

وتزويد المشارك بمغلفات معنونة ذاتياً. إضافة لذلك، زوّدت الاستبانات برسالة نصية مختصرة لشرح الهدف منها وكيفية الإجابة.

المقابلات الشخصية:

يتضمن هذا البحث مقابلات شخصية لدعم الفهم حول الاستبانة وبعض بيانات المتغيرات الداخلة في النموذج.

البيانات من المواقع الإلكترونية ذات العلاقة.

المواقع الإلكترونية للشركات محل الدراسة وشركاتها الأم، والحليفة، والتابعة، وسوق دمشق للأوراق المالية، وهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

المبحث الثاني: معالجة المتغيرات والنتائج

١ـ مناقشة نتائج الإحصاءات الوصفية:

في بداية الأمر تمت دراسة الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج لتكوين فكرة أوضح عن كيفية توزعها، وعن مقاييس النزعة المركزية لها، حسب آليات الحوكمة الداخلية والخارجية، والمؤشرات الفرعية للنموذج. وذلك كمايلي:

أولاً: في مجال الآليات الداخلية للحوكمة

مؤشر تركيبة المجلس الفرعي:

فيمايلي الإحصاءات الوصفية لتركيبة مجلس الإدارة لدى الشركات محل الدراسة:

Table 2: الإحصاءات التكرارية لتركيبة مجلس الإدارة في الشركات محل الدراسة:

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
board size	20	3	9	7.65	1.599	-1.334	.512	2.220	.992
No of Board Committees	20	0	5	3.00	1.338	-.733	.512	.206	.992
No. of BOD outsiders members	20	.00	.80	.5779	.16788	-2.208	.512	7.083	.992
No. of BOD Insider Members	20	.00	1.00	.4000	.19241	1.233	.512	4.880	.992
BOD Independent Members	20	.00	.55	.2562	.14729	-.108	.512	-.411	.992
BOD affiliated Members	20	.22	.71	.4580	.13671	-.045	.512	-.544	.992
CEO Chairman Duality	20	.00	1.00	.8500	.36635	-2.123	.512	2.776	.992
Non Executive Chairman	20	.00	1.00	.9500	.22361	-4.472	.512	20.000	.992
CEO dominance	20	.00	1.00	.5000	.51299	.000	.512	-2.235	.992
Leading Director	20	.00	1.00	.3000	.47016	.945	.512	-1.242	.992
Number of Femels in the BOD (%BOD Homogeneous)	20	.00	.33	.0855	.10836	1.182	.512	.452	.992
Valid N (listwise)	20								

يلاحظ من الجدول أعلاه أن وسطي عدد أعضاء مجلس الإدارة (متغير حجم المجلس) هو /٧.٧/ وهو ضمن المدى المعقول الأمثل بين /٧ و ٩/، بمقياس التواء /-١.٣٣/ أي أن التوزيع ملتو نحو اليسار أي نحو القيمة الأكبر /٩/، ومقياس التطاول أكبر من الصفر /٢.٢٢/ أي أن منحني توزيع القيم متطاول، وهي تتجمع حول التوسط بشكل كبير؛ بالتالي هذا المتوسط يُعبِّر عن توزع القيم بشكل ملحوظ.

لكن يلاحظ من خلال القيمة الأدنى أن هنالك مجلس واحد يتألف من /٣/ أعضاء، وهذه نقطة ضعف لدى هذه الشركة، من الأفضل دعم مجلس الإدارة هذا بعدد إضافي من أعضاء المجلس (خاصة غير التنفيذيين والمستقلين) ولذلك لإغناء المهارات المتوفرة فيه وزيادة فعاليته واستقلاله، وما سيمكِّن هذه الشركة من تشكيل لجان متفرعة عن المجلس – كما سنلاحظ في نتائج لجان المجلس– وللتخفيف من سيطرة هؤلاء الأعضاء الثلاثة على قرارات الشركة. كون هذا العدد الصغير لأعضاء المجلس يمكن أن يفتح المجال واسعاً أمام ممارسات غير مرغوبة؛ ما يُسمى "استخلاص المنافع" لصالح المساهمين المُسيطِرين، وانتهاك لحقوق الأقلية، وممارسة التداول أو "الإتجار" الداخلي، وإبرام صفقات مع أطراف ذات علاقة بغير مصلحة باقي المساهمين.

بالنسبة للجان المجلس (No. of Board Commitees) فيجد الباحث أن هنالك ثلاثة لجان متفرعة عن المجلس وسطياً، وهذه ممارسة جيدة، علماً أن منها لجنة المراجعة والتعويضات والتعيينات وفي بعضها لجنة مراجعة. لكن يُلحظ أنه في القطاعات غير المالية، تغيب بعض اللجان؛ بل إن إحدى الشركات في القطاع الخدمي (الشركة رقم ٢٠) لايوجد لديها لجان متفرعة عن المجلس، ولا حتى لجنة مراجعة، وهذا يناقض ممارسات الحوكمة السليمة. يمكن تفسير ذلك، نتيجة صغر حجم المجلس في الشركة /فقط ٣ أعضاء/، الذي تمت ملاحظته من خلال متغير حجم المجلس، ما يُعزِّز مرة أخرى ملاحظة البحث بضرورة توسيع المجلس ليضم العدد اللازم من أعضاء أكثر كفاءة واستقلالية.

أما بالنسبة للأعضاء غير التنفيذيين (No. of BOD outsiders) فهم أغلبية في المجالس بوسطي قدره /٥٧.٧%/ من إجمالي عدد أعضاء المجلس، لكنها ليست أغلبية كبيرة، بالتواء /-٢.٢/ أي أن البيانات ملتوية نحو اليسار، وتطاول موجب /٧/ أي أن البيانات تتجمع حول المتوسط. بينما

الأعضاء المستقلين بحدود /٢٥%/ ما يعني أنها مازالت أقل من الثلث كممارسة أمثل. بالتالي يمكن زيادة عدد الأعضاء المستقلين، لتوفير العدد الكافي في لجان المجالس الفرعية لتعزيز استقلالية المجالس ولجانها.

الملاحظة الهامة أن معظم الأعضاء غير التنفيذيين هم من شركات المجموعة الأم أو شركات حليفة، مايُضعف بالنهاية من استقلال المجالس.

بلغت نسبة الأعضاء الداخليين (BOD Insiders) نسبة ٤٠% وسطياً، وتزداد أهمية وجود أعضاء خارجيين في المجلس برأي الباحث مع وجود أعضاء غير تنفيذيين أو مستقلين منشغلين.

من متغير ازدواجية منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيسي، يُلاحَظ أن نسبة الاستقلالية تصل إلى /٨٥%/، وهي نسبة جيدة جداً، لكن من جهة أُخرى، تعني أن هنالك بعض الشركات التي لديها خرق لهذه القاعدة من قواعد السوق بشأن الحوكمة، ينبغي تصحيحها، قبل تحقق غرامات على الشركات المخالفة.

يُلاحَظ أن وسطي عدد أعضاء لجنة المراجعة هو /٣/ أعضاء، وهذا منسجم مع الأدبيات.

المتغير الأخير الذي تجدر ملاحظته، هو تنوُّع المجلس (Homogeneous%)، حيث لم تتجاوز وسطي نسبة الإناث إلى إجمالي حجم المجلس مقارنة بنسبة الذكور /٩%/، يُفضّل زيادة هذه النسبة، لأثرها الإيجابي على عمل المجلس، وكممارسة سليمة من جهة أخرى وفقاً للدراسات النظرية كما ناقشها البحث سابقاً عند الحديث عن هذا المتغير.

إحصاءات تركيبة وإجراءات لجان المجلس:

Table 3: الإحصاءات الوصفية لتركيبة المجلس/ اللجان التابعة

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
AuditComm size	20	0	5	2.90	.968	-1.331	.512	5.076	.992
CompComm size	20	0	5	2.65	1.496	-.793	.512	.231	.992
RenomiratComm size	20	0	3	1.40	1.273	.163	.512	-1.706	.992
AudCommt affiliated Members	20	.00	1.00	.1590	.25003	2.157	.512	5.944	.992
CompenstCommt affiliated Members	20	.00	.33	.0905	.14623	1.097	.512	-.788	.992
RenomiratCommt affiliated Members	20	.00	1.00	.1415	.32106	2.249	.512	4.012	.992
AC Chairman affiliated	20	.00	1.00	.3500	.48936	.681	.512	-1.719	.992
CC Chairman affiliated	20	.00	1.00	.2500	.44426	1.251	.512	-.497	.992
RC Chairman affiliated	20	.00	1.00	.1500	.36635	2.123	.512	2.776	.992
CEO Member or Chair of Compensation Committee	20	.00	1.00	.0500	.22361	4.472	.512	20.000	.992
CEO Member or Chair of Renomination Committee	20	.00	1.00	.0500	.22361	4.472	.512	20.000	.992
Totally Independet Audit Committee	20	.00	1.00	.1500	.36635	2.123	.512	2.776	.992
Financial Expert in the Audit Commiittee	20	.00	1.00	.8000	.41039	-1.624	.512	.699	.992
Valid N (listwise)	20								

يُلاحَظ من الجدول أعلاه (والجدول التالي) أن غالبية لجان المراجعة تتألف من /٣/ أعضاء، بنسبة ٨٠%؛ وأن هنالك بعض الشركات ليس لديها لجنة مراجعة كما هو واضح من جدول التكرارات التالي:

Table 4: تكرارات حجم لجنة المراجعة لدى الشركات محل الدراسة

AuditComm size

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	1	5.0	5.0	5.0
	1	1	5.0	5.0	10.0
	3	16	80.0	80.0	90.0
	4	1	5.0	5.0	95.0
	5	1	5.0	5.0	100.0
	Total	20	100.0	100.0	

بحيث أن هنالك شركتان ليس لديها لجنة مراجعة، (إحداهما لديها مسؤول مراجعة داخلية واحد فقط). أكثر من ذلك، تعكس حالة الشركة الأولى نقطة ضعف جوهرية، وممارسة غير سليمة لهذه الشركة. ما يفتح المجال لوجود نقاط ضعف جوهرية في وظيفة المراجعة، ونظام الرقابة الداخلية.

أما وسطي عدد أعضاء باقي اللجان المتفرعة عن مجلس الإدارة، فهو /٢/، بقيمة دنيا /٠/ ما يعني أن هنالك بعض الشركات لاتمتلك مثل هذه اللجان، كما يبين الجدول التالي:

Table 5: تكرارات حجم لجنة التعيينات والتعويضات (غالباً ما يتم دمجهما معاً):

RenomiratComm size

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	7	35.0	35.0	35.0
	1	4	20.0	20.0	55.0
	2	3	15.0	15.0	70.0
	3	6	30.0	30.0	100.0
	Total	20	100.0	100.0	

يبدو من هذا الجدول أن /٧٠%/ من الشركات تتضمن عضوين في لجنة التعيينات. على كلٍّ، غالباً ما يتم دمج لجنتي التعويضات والتعيينات في لجنة واحدة. وقد تكون هذه الحالة مقبولة

خاصة عندما تكون اللجنة البديلة هي لجنة الحوكمة. طبعاً، يضاف إلى ذلك، لجنة المخاطر، وهي متوفِّرة لدى كل المصارف، لذلك لاتدخل بالحسبان (دون الإقلال من أهميتها) مثلها مثل اللجان الإدارية التنفيذية الأخرى. لأن هذه اللجان يختلف وجودها من قطاع إلى آخر حسب طبيعة نشاطه.

أما بالنسبة لاستقلال هذه اللجان المنبثقة، نجد أن هنالك ضعفاً في استقلالها. وحتى إن حوت أعضاء غير تنفيذيين في تركيبتها، يُلاحَظ أن قسماً منهم من شركات حليفة (بوسطي ١٩% للجنة المراجعة، ٩% للجنة التعويضات، و١٤% للتسمية والتعيينات)، وأن بعضاً منها يترأسها عضو من شركة حليفة (بوسطي ٣٥% من عدد أعضاء لجنة المراجعة، و٢٥% للجنة التعويضات، و١٥% للتسمية والتعيينات) مايُضعِف بالنهاية من استقلاليتها.

بالنسبة لمتغير ازدواجية منصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي الرئيسي (Duality) يبين الجدول التالي:

6 Table: تكرار متغير الازدواجية لمنصبي رئيس المجدلس والمدير التنفيذي الرئيس:

CEO Member or Chair of Compensation Committee

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	.00	19	95.0	95.0	95.0
	1.00	1	5.0	5.0	100.0
	Total	20	100.0	100.0	

أن هنالك التزام لدى مُعظم الشركات بفصل هذين المنصبين، ما عدا شركة واحدة. علماً أن هنالك بعض الشركات مرت بحالات ازدواجية لفترة مؤقتة نتيجة تغيير مدير عام أو استقالته، حيث يتولّى رئيس مجلس الإدارة مهامَّه لحين تعيين بديل.

وعلى ماسبق، وبسبب تركيبة هذه اللجان التي وإن تضمن أعضاء غير تنفيذيين كانوا ممثلين للشركة الأم أو شركات حليفة، مع ندرة نادرة بغالبية من الأعضاء المستقلين تماماً في لجنة المراجعة، يُلاحَظ ان مُعظم اللجان لدى الشركات محل الدراسة غير مستقلَّة (تأخذ القيمة صفر) تماماً كما هو مذكور في قواعد وأدلة الحوكمة.

Table 7: تكرار لجان المراجعة المستقلة تماماً.

Totally Independet Audit Committee

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	.00	17	85.0	85.0	85.0
	1.00	3	15.0	15.0	100.0
	Total	20	100.0	100.0	

لكن من ناحية أخرى، التزمت معظم الشركات /٨٠%/ بوجود عضو على الأقل لديه خبرة مالية في لجنة المراجعة.

Table 8: تكرار وجود خبير مالي على الأقل ضمن لجنة المراجعة

Financial Expert in the Audit Commiittee

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	.00	4	20.0	20.0	20.0
	1.00	16	80.0	80.0	100.0
	Total	20	100.0	100.0	

الإحصاءات الوصفية لمؤشر إجراءات المجلس الفرعي:

Table 9: الإحصاءات الوصفية والنزعة المركزية لمتغيرات مؤشر إجراءات المجلس الفرعي

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
%Short Accounting Term to total Mix of Compensations	20	1.00	1.00	1.0000	.00000	.	.	.	.
% fixed payment to non executives of total Compensation	20	1.00	1.00	1.0000	.00000	.	.	.	.
% Variable payment to executives of total Compensation	20	.00	.45	.1630	.10788	.558	.512	1.425	.992
existance of Loans to BoD Memebers	20	.00	1.00	.4000	.50262	.442	.512	-2.018	.992
Busy BOD outsiders membership in 4 Companies & over	20	.00	.44	.0495	.10986	2.794	.512	8.478	.992
Busy BOD affiliated membership in 4 Companies & over	20	.00	.22	.0330	.06284	1.845	.512	2.861	.992
Director Membership in Competing Company	20	.00	.00	.0000	.00000	.	.	.	.
recording insider position in the Company	20	.00	1.00	.2000	.41039	1.624	.512	.699	.992
Busy BOD insiders membership in 2 Companies & over	20	.00	.00	.0000	.00000	.	.	.	.
Valid N (listwise)	20								

يُلاحَظ من الجدول أعلاه أن مُعظم تعويضات أعضاء المجلس هي تعويضات سنوية ثابتة على أساس محاسبي قصير الأمد (Short Accounting Term to total Mix of Compensations%) خاصة بالنسبة لغير التنفيذيين منهم، وليس فيها جزء متغير أو تحفيز طويل الأمد مثل خيارات الأسهم.

وحتى تعويضات الأعضاء التنفيذيين (Variable payment to executives of total Compensation %) المتغيره فهي: أولاً، قليلة الأهمية النسبية (بوسطي حوالي ١٧% من إجمالي التعويضات)، ثانياً: تستند على تحفيز الأداء قصير الأمد على أساس محاسبي، وليس فيها خيارات أسهم. وهي مشابهة لتعويضات الإدارة التنفيذية العليا. ما يعني أن طبيعة هذه التعويضات، قد لاتُلبي الغرض المرغوب منها من وجهة نظر المساهمين، خاصة صغار حملة الأسهم. وربما تكون هنالك مبالغة في حجم التعويضات الممنوحة لأعضاء المجلس المُسيطِرين وللإدارة العليا التي قاموا بتعيينها، وتلتقي مصالحها مع مصالحهم.

بالنسبة لمتغيِّر تحريم إقراض أعضاء المجلس وكبار المدراء التنفيذيين (existance of Loans to BoD) لاحظ الباحث وجود إقراض واقتراض لبعض أعضاء مجلس الإدارة كأطراف ذات علاقة، ومنح تسهيلات لدى البعض تصل إلى مئات ملايين الليرات في القطاع المالي (بوسطي يصل لنسبة ٤٠% من عدد الشركات المُدرَجة)، ما يعني استغلال واضح للسلطة وممارسة غير سليمة من وجهة نظر الحوكمة، ومخالفة لبعض القرارات: مثل قرارات هيئة الإشراف على التأمين (رقم ١٣١ و١٥٥/١٠٠ لعام ٢٠٠٨)، وقرار مجلس النقد والتسليف (رقم ٥٠٠/م ن/ب٤ بتاريخ ١٠ أيار ٢٠٠٩). إلا أن مراجعي الحسابات الخارجيين كشفوا مؤخراً عن ذلك وعمدت الشركات إلى تصفية هذه العمليات بأسرع وقت ممكن. حتى أنه في إحدى الحالات أدى ذلك إلى استقالات في أعضاء مجلس الإدارة لدى الشركة أو شركتها الحليفة خلال عام ٢٠١٠.

يُلاحَظ، أيضاً، من الجدول أعلاه أن هنالك نسبة ضعيفة من أعضاء مجالس الإدارة غير التنفيذيين الذين يشغلون عضوية أكثر من /٤/ مجالس إدارة (بوسطي حوالي ٥% من إجمالي حجم المجلس، والتواء /+٢.٧٩/ نحو اليمين باتجاه عدم انشغال الأعضاء عموماً)، تنخفض هذه النسبة إلى /٣%/ عند أخذ الأعضاء غير التنفيذيين من شركات حليفة فقط. لكن يُلاحَظ أن النسبة الأعلى تصل إلى /٤٤%/ لدى أحد المجالس، وبالعودة إلى جدول التكرارات المتعلق بهذا المتغير نجد:

Table 10: تكرارات متغير انشغال أعضاء مجلس الإدارة:

Busy BOD outsiders membership in 4 Companies & over

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	.00	15	75.0	75.0	75.0
	.11	3	15.0	15.0	90.0
	.22	1	5.0	5.0	95.0
	.44	1	5.0	5.0	100.0
	Total	20	100.0	100.0	

Statistics

Busy BOD outsiders membership in 4 Companies & over

N	Valid	20
	Missing	0
Mean		.0495
Median		.0000
Std. Deviation		.10986
Skewness		2.794
Std. Error of Skewness		.512
Kurtosis		8.478
Std. Error of Kurtosis		.992

كحالة متطرِّفة، هنالك شركة واحدة لديها /٤٤%/ من أعضائها مشغولين، وهنالك أحدهم لديه عضوية مجالس ومناصب تزيد عن عشرة شركات، وبعضهم أكثر من خمس شركات. وهذه ممارسة غير مرغوبة من الناحية الحَوكَمية، تجعل تركيز العضو على الشركة مشتتاً، لذلك ينبغي انتقاء أعضاء للمجلس أكثر تفرغاً، إضافة إلى أن لجان التعيينات تتحمل جزءاً من المسؤولية عن ذلك.

بينما لم تكن هنالك حالات انشغال للأعضاء الداخليين بعضوية /٣/ مجالس وأكثر، ولا عضوية في مجالس شركات منافسة، وهذه ممارسة إيجابية للشركات المُدرَجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أما تعيين أعضاء مستقلين أو غير تنفيذيين من قِبَل الداخليين، فبسبب التركُّز الشديد للملكية، تتمكَّن الأطراف المُسيطِرة من تعيين غير تنفيذي أو مستقل ضمن عضوية المجلس.

في الجدول التالي يتابع البحث باقي متغيرات إجراءات المجلس:

Table 11: تابع، الإحصاءات الوصفية لمتغيرات مؤشر إجراءات المجلس الفرعي

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Number of BOD Yearly Meetings	20	4.00	12.00	5.3500	1.89945	2.357	.512	7.547	.992
Number of Independent BODs Yearly Meetings	20	.00	4.00	2.4000	1.53554	-.469	.512	-1.162	.992
Number of Auditing Committee Yearly Meetings	20	1.00	9.00	3.9500	1.39454	2.168	.512	10.377	.992
Number of Compensation Committee Yearly Meetings	20	.00	4.00	1.4500	1.14593	.835	.512	.783	.992
Number of Renomination Committee Yearly Meetings	20	.00	4.00	1.0000	1.21395	1.569	.512	2.182	.992
Board of Director periodic self evaluation	20	.00	1.00	.2500	.44426	1.251	.512	-.497	.992
CEO Turnover after week performance	20	.00	1.00	.2500	.44426	1.251	.512	-.497	.992
Valid N (listwise)	20								

يبلغ وسطي عدد اجتماعات المجلس حوالي /٦/ اجتماعات سنوياً، بتطاول /٧.٥/ أي بتركُّز حول هذا المتوسط، يُفسَّر ذلك كون مُعظم الشركات في القطاع المصرفي تعقد ستة اجتماعات سنوياً. بينما الوسطي لباقي القطاعات هو /٤/ اجتماعات. ويُلحظ قيمة عُظمى /١٢/ اجتماعاً لدى إحدى المصارف، ما يعكس نشاطاً لدى مجلس هذا المصرف، علماً أن عدد أعضاء مجلسه بلغ /٦/ أعضاء. إن مصرفاً بهذه الضخامة والنشاط في عملياته ورواج كبير في السوق السورية له (لديه أكبر عدد من المساهمين، وأكثر نشاط تداول في السوق)، قد يكون العدد الأصغر لأعضاء مجلس إدارته غير قادر على مواكبة الأحداث بعدد قليل من الاجتماعات. ما اضطره لاحتياج ضعف عدد الاجتماعات المقررة كحدّ أدنى في دليل حوكمته لمناقشة كافة القضايا التي تواجهه، بالتالي قد يكون من الأفضل زيادة عدد أعضاء مجلسه بثلاثة أعضاء ذوي مهارات مختلفة ومتخصصة بهذه الصناعة المصرفية الإسلامية، هذا من جهة.

من جهةٍ أخرى، ربما يساعده العدد الأقل لأعضاء المجلس من عقد اجتماعات أكثر، علماً أن /٤/ أعضاء تشكل أغلبية كافية لعقد جلسة مجلس إدارة. على كل حال، في هذه الحالة، يمكن لأربعة أعضاء أن يتحكموا بكثير من قرارات هذا المصرف الضخم، في ضوء سيطرة المالكين. وهذه بدورها ممارسة قد تُضعِف مستوى الحوكمة في هذا البنك برأي الباحث.

يبدو من الجدول أعلاه أن وسطي اجتماعات لجنة المراجعة هو حوالي /٤/ اجتماعات سنوياً، ما يعني التزاماً بقواعد الحوكمة وأدلة الممارسات الأمثل. وحوالي /٢/ اجتماعين للجنة التعويضات و/١/ اجتماع للجنة التعيينات سنوياً. يعود انخفاض الاجتماعات لهاتين اللجنتين بسبب عدم وجودها لدى بعض الشركات، أو دمجهما معاً.

وبينما تُجري المجالس القليل من التقويم الذاتي لأدائها (بوسطي حوالي ٢٥% من عدد الشركات)، يُلاحظ أن ذلك ترافق مع ٢٥% وسطياً من تغيير لمدراء عامِّين في هذه الشركات، باستقالات إثر نقاط خلاف أوأداءٍ قد يكون أقل من المرغوب، (يُنزَّل منها /٢/ حالة وفاة وحالة انتهاء عقد –حيث قام المدير التنفيذي الرئيسي بالتعاقد مُباشرة مع شركة منافِسة، وهي ممارسة غير مرغوبة)، ما قد يُظهِر قدرة على فعالية مجلس الإدارة (مع خلفية ملكية مركَّزة) في تغيير الإدارة التنفيذية العليا.

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج في مجال حملة الأسهم:

المجال الثاني محل الدراسة للنموذج المقترح هو حملة الأسهم وتركيبة الملكية للشركات المُدرجة في الدراسة التطبيقية، وفيمايلي جدول بالإحصاءات الوصفية لمتغيراتها:

Table 12: الإحصاءات الوصفية لمؤشر هيكل الملكية الفرعي

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Largest Ownership % (Top 1st)	20	.10	.51	.3713	.11351	-.759	.512	.093	.992
Top 5 Ownership %	20	.21	.80	.5618	.14205	-.929	.512	.945	.992
Top 10 Ownership %	20	.25	.87	.6308	.14803	-.942	.512	1.193	.992
Outsiders ownership %	20	.03	.94	.2138	.26230	2.352	.512	4.748	.992
Foreign ownership %	20	.00	.60	.3922	.20705	-1.249	.512	.010	.992
CEO ownership %	20	.00	2.00	.2750	.62411	2.436	.512	4.770	.992
Executive ownnership % (Exclclude CEO)	8	.00	.11	.0278	.03533	2.256	.752	5.673	1.481
Affiliated ownnership %	19	.00	.75	.4254	.20905	-.787	.524	.309	1.014
Manag ownership %	8	.00	.11	.0278	.03533	2.256	.752	5.673	1.481
%OutDirectors Options recieved	20	.00	.00	.0000	.00000	.	.	.	.
% Block ownership	20	.10	.42	.2183	.09344	1.009	.512	-.028	.992
Number of Block Owners	20	1.00	10.00	4.1500	2.00722	1.377	.512	2.924	.992
Valid N (listwise)	7								

الآلية الثانية المهمة هي هيكل الملكية ، الذي يُعطي فهماً عن الدور الذي يمكن أن يلعبه حملة الأسهم في حوكمة الشركة. بغض النظر عن الحكم ما إذا كانت الملكية المُركَّزة ملائمة لشركات سوق في طور النشوء أم لا، يستعرض البحث الآن نتائج توزع هيكل الملكية في سوق دمشق للأوراق المالية:

من الجدول أعلاه يلحَظ أن حوالي /٣٧%/ وسطياً (بالتواء /-٠.٧٥/ نحو اليسار أي نحو القيم الأكبر) من ملكية الشركات هي بيد أكبر مساهم. وهي نسبة كبيرة جداً تصل في حدِّها الأقصى إلى /٥٠%/ أي أن نصف ملكية الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية هي بيد /٢٠/ مساهم تقريباً، ما يعطي انطباعاً سريعاً وبديهياً إلى درجة السيطرة المباشرة للمساهم الأكبر وقدرتة على التعيينات والتحكم بمقدَّرات الشركة.

ويُحكِم المساهمين الخمسة الأوائل السيطرة على الشركات المُدرجة بوسطي /٥٦.١٨%/ وتطاول موجب /+١/ حول هذا المتوسط مع التواء بسيط نحو اليسار /-٠.٩٢/ أي نحو القيم الأكبر من المتوسط.

ترتفع هذه النسبة إلى /٦٣%/ تقريباً لدى المساهمين العشر الأوائل، أي أن هيكل الملكية شديد التركُّز في الشركات محل الدراسة؛ ما يعني قدرة هذه الإدرات على ممارسة سيطرة وتدخُّل كبير في مجالس إداراتها، وفي تعيينات وقرارات الإدارة. وينطوي ذلك على تحصُّن كبير لدى هذه الشركات؛ الأمر الذي يُفسِّر ضعف آليات الحوكمة الخارجية. مثل الاستحواذ وما يسمى بنشاط سوق السيطرة. يُمكن التأكُّد من ذلك عن طريق مُتغيرات مؤشر التَّحصُّن ومُضادات الاستحواذ الفرعي. حيث لم يكن هنالك فعالية لأيٍّ من مُتغيراته في النموذج. كما يُمكِن أن يؤدي ذلك، في حالات مُعينة إلى تراصف في مصالح الإدارة وكبار المساهمين على حساب صغار حملة الأسهم، ما يدع مجالاً لإمكانية حدوث تجريد لحقوقهم وملكيتهم.

يتبادر إلى النظر بداية ارتفاع الملكية من غير السوريين (من الأشخاص الاعتباريين بالأغلب)، التي تصل إلى /٤٠%/ بالمتوسط. لكن بتدقيق النظر في هذه الملكية نجد أن مُعظمها يعود للشريك الاعتباري الرئيسي (شريك أو شريكين) غير السوري من المجموعة الأم. حيث ينص قانون إحداث المصارف في سورية ضرورة وجود شريك خارجي رئيسي خبير في هذا المجال. بالتالي الفرضية بالأثر الإيجابي للملكية الخارجية على حوكمة الشركة نتيجة ممارسة هؤلاء الخارجيين

دورهم كمساهمين نشطين، وأن هذا الشريك الخارجي سيتم اعتباره من الداخليين وليس من الخارجيين، وتندرج آلية حوكمته ضمن الآليات الداخلية، لا الخارجية. ما يراكم الدليل إلى أن آليات الحوكمة الداخلية في سورية تعمل بشكل بديل للآليات الخارجية وليس مُكمِّل لها.

لم تتجاوز ملكية الإدارة العليا /٢.٧%/ وسطياً، منها حوالي /٣٠%/ للمدير التنفيذي الرئيسي. وهي قيمة صغيرة نسبياً، يمكن عَزوها إلى عدم وجود حزم تعويضات طويلة الأمد – كما لُحِظ سابقاً – مثل خيارات الأسهم أو الأسهم المُقيَّدة. بالتالي ما يُخفف احتمال قيام الإدارة بالتداول الداخلي بناءاً على هذا الفرض، بل قد تسعى لإدارة الأرباح لتعظيم منفعتهم الشخصية؛ كون التعويضات ترتكز على أساس محاسبي قصير الأمد بمُعظمها.

تبلغ نسبة المساهمين من الشركات الحليفة بما فيهم الشريك الرئيسي حوالي /٤٢%/، بينما لم تتجاوز ملكية أصحاب الحصص الكبيرة عدا المالك الرئيسي /٢١%/، ومتوسط /٤/ مساهمين من حيث العدد. إن هذه الملكية والعدد الصغيرين نسبياً، يجعل من دورهم محدوداً في حوكمة الشركات محل الدراسة، وغالباً ما يكونون في صف المالك الرئيسي.

أخيراً، في مجال حملة الأسهم، يُلحَظ من الجدول أعلاه أن لا وجود لتعويضات خيارات أسهم لأعضاء مجلس الإدارة؛ فهي بجُلِّها تعويضات سنوية ثابتة، أي لا ترتبط بالأداء.

في مجل مؤشر التحصُّن الفرعي:

لاحظ الباحث أن لافعالية عموماً لهذا المؤشِّر الفرعي بسبب عدم وجود سوق لما يُسمَّى "سوق السيطرة أو الحوكمة"، فمعظم الأدوات ضمن هذا المؤشِّر غير مُستخدمة في سوق دمشق للأوراق المالية (منها: "الحبة السامة"، المجالس المتعاقبة أو المنتخبة جزئياً، "الخير الهاطل من السماء"، الشركات التي تمتلكها الحكومة أو تسيطر عليها بشكل مباشر[١]، الأكثرية الغالبة لاتخاذ القرارات[٢]).

من خلال البحث حول متغير التصنيف الائتماني في النموذج، لاحظ الباحث أن سورية كبلد غير متضمن في مؤشر Standard & Poors (S&P) حول الأسواق العالمية. لذلك ينبغي العمل من قبل إدارة السوق كي يتم إضافة سوق دمشق للأوراق المالية (سورية) ضمن هذا المؤشر / فئة

[١] هنالك شركة وحيدة مشتركة مع الحكومة في القطاع الزراعي.
[٢] تنُصّ أنظمة مُعظم الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية على ترجيح صوت رئيس المجلس (أو اللجنة) عند تساوي الأصوات.

الأسواق المغلقة، المجموعة العربية. طبعاً هذا لا يعني أن بعض الشركات المدرجة (قطاع البنوك) غير مسجلة في هذا المؤشر. لذا ينبغي تعميم التجربة على باقي الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أما بالنسبة للأسهم ذات حقوق تصويت مختلفة؛ فتتميز سوق دمشق للأوراق المالية بتطبيق ممارسة أمثل منذ بدايتها: بإصدار الشركات المُدرجة لأسهم عادية لها حقوق تصويت متساوية. بذلك تكون قد تفادت مُعظم الخطأ الذي عانت منه شركات سوق ساوباولو في البرازيل وتجربة السوق الجديدة.

٢-نتائج تحليل الإنحدار:

بسبب ضخامة عدد المتغيرات في النموذج سيجري الباحث الانحدار على مستوى المؤشرات الفرعية.

الخطوة الأولى التي قام بها الباحث هي فحص شكل الانتشار، مع طلب تحليل التباين (ANOVA) للمتغيرات التابعة مع كل متغير من المتغيرات المستقلة (كقرائن لأداء وقيمة الشركات محل الدراسة)، للتعرف على أي منها يستطيع تفسير الانحدار بشكل أفضل، وكيفية طبيعة العلاقة: طردية أم عكسية، تمهيداً، لمعرفة أي من المتغيرات المستقلة سيتم اختياره لاختبار النموذج.

وجاءت النتائج كمايلي:

في مؤشر تركيبة المجلس الفرعية:

Table 13: ملخص الجزء الأول من مؤشر تركيبة المجلس الفرعي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.951[a]	.905	.775	.29002

a. Predictors: (Constant), Number of Femels in the BOD (%BOD Homogeneous), Non Executive Chairman, No. of BOD outsiders members, BOD affiliated Members, Leading Director, CEO dominance, board size, CEO Chairman Duality, BOD Independent Members, No of Board Committees, No. of BOD Insider Members

يُلاحَظ من الجدول أعلاه ماهي المتغيرات الداخلة في النموذج، والمتغيرات التي تم استبعادها (فقط متغير عمر الأعضاء لعدم وجود تغير في قيم هذا المُتغيِّر). وبلغت قيمة معامل الارتباط /R= ٠.٩٥١/، ما يدل على وجود ارتباط قوي، وتمثيل قوي لمعادلة الانحدار، حيث أن قيمة معامِل التحديد /$R^2 = 0.905$/ عند استخدام متغير العائد على الأصول ROA كمتغير تابع.

ويبين تحليل التباين أن الانحدار يُفسِّر مُعظم العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (التباين المُفَسَّر = ٦.٤٢١ من أصل ٧.٠٩٤)، وهذا التفسير هام عند مستوى دلالة (٠.٠٠٥)، كما في الجدول التالي:

Table 14: تحليل التباين لعوامل معادلة الانحدار للجزء الأول من مؤشر تركيبة المجلس الفرعي

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.421	11	.584	6.940	.005[a]
	Residual	.673	8	.084		
	Total	7.094	19			

a. Predictors: (Constant), Number of Femels in the BOD (%BOD Homogeneous), Non Executive Chairman, No. of BOD outsiders members, BOD affiliated Members, Leading Director, CEO dominance, board size, CEO Chairman Duality, BOD Independent Members, No of Board Committees, No. of BOD Insider Members

b. Dependent Variable: Return on Assets

وقيمة الاحتمال$P = 0.005 < \alpha = 0.05$ لذلك نرفض الفرضية التي تقول بعدم وجود علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة للجزء الأول من مؤشر تركيبة مجلس الإدارة الفرعي، ونقبل الفرضية البديلة: بأن ميل الانحدار يختلف عن الصفر، وأن هنالك علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

تابع: **تركيبة مؤشر لجان المجلس الفرعي:**

Table 15: معامل الارتباط للجزء الثاني من مؤشر تركيبة المجلس الفرعي (لجان المجلس)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.737[a]	.544	-.238	.67998

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.737[a]	.544	-.238	.67998

a. Predictors: (Constant), Financial Expert in the Audit Commiittee, CEO Member or Chair of Renomination Committee, Totally Independet Audit Committee, RC Chairman affiliated, AC Chairman affiliated, AuditComm size, RenomiratCommt affiliated Members, CC Chairman affiliated, RenomiratComm size, CompComm size, AudCommt affiliated Members, CompenstCommt affiliated Members

نلاحظ من الجدول أعلاه، وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع (ROA) وبين المتغيرات المستقلة لتركيبة لجان المجلس، لكن يمكن ألاَّ تكون المعادلة الخطية هي أفضل تمثيل لهذه العلاقة (R^2 = 0.544). والمتغير الذي تم استبعاده هو عضوية أو ترأُّس المدير التنفيذي الرئيسي للجنة التعويضات، حيث وصل عامل التحمُّل إلى حدِّه (الصفر) الذي ينبغي استبعاد هذا المتغير عنده بسبب التأثير غير المرغوب له على النموذج.

مؤشر إجراءات المجلس:

Table 16: مُعامِل الارتباط لمتغيرات مؤشر إجراءات مجلس الإدارة الفرعي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.900[a]	.810	.548	.41094

a. Predictors: (Constant), CEO Turnover after week performance, Number of Independent BODs Yearly Meetings, existance of Loans to BoD Memebers, % Variable payment to executives of total Compensation, Busy BOD outsiders membership in 4 Companies & over, Number of Auditing Committee Yearly Meetings, Number of BOD Yearly Meetings, Number of Compensation Committee Yearly Meetings, Board of Director periodic self evaluation, Number of Renomination Committee Yearly Meetings, Busy BOD affiliated membership in 4 Companies & over

يبلغ معامل الارتباط (٠.٩) وهو معامِل قوي، والتمثيل جيِّد (R^2 = 0.81). وتُفسّر المتغيرات مُعظَم تأثيرات الانحدار (٥.٧٤٣ من أصل ٧.٠٩٤) بمستوى أهمية (٠.٠٠٥) كما في الجدول التالي، بينما يعود المتبقي لعوامل غير ملحوظة لاتفسرها معادلة الانحدار المستخدمة. وتُرفَض الفرضية الابتدائية التي تقول: لاوجود لعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي تقول

أن قيمة الميل لاتختلف عن الصفر. وبذلك نرفض الفرضية $H_0: b = 0$، ونقبل الفرضية البديلة: $H_1: b \neq 0$.

Table 17: تحليل التباين لمعاملات انحدار مؤشر إجراءات المجلس الفرعي

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.743	11	.522	3.091	.050[a]
	Residual	1.351	8	.169		
	Total	7.094	19			

a. Predictors: (Constant), CEO Turnover after week performance, Number of Independent BODs Yearly Meetings, existance of Loans to BoD Memebers, % Variable payment to executives of total Compensation, Busy BOD outsiders membership in 4 Companies & over, Number of Auditing Committee Yearly Meetings, Number of BOD Yearly Meetings, Number of Compensation Committee Yearly Meetings, Board of Director periodic self evaluation, Number of Renomination Committee Yearly Meetings, Busy BOD affiliated membership in 4 Companies & over

b. Dependent Variable: Return on Assets

يُبَيِّن الجدول التالي المتغير المُستبعَد، وهو نسبة المدفوعات الثابتة للإداريين تجاه إجمالي التعويضات.

Table 18: جدول المتغيرات المستبعدة من معادلة الانحدار لمؤشر إجراءات المجلس الفرعي

Excluded Variables[b]

Model		Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
						Tolerance
1	% fixed payment to executives of total Compensation	-393.952[a]	-1.302	.234	-.442	2.392E-7

a. Predictors in the Model: (Constant), CEO Turnover after week performance, Number of Independent BODs Yearly Meetings, existance of Loans to BoD Memebers, % Variable payment to executives of total Compensation, Busy BOD outsiders membership in 4 Companies & over, Number of Auditing Committee Yearly Meetings, Number of BOD Yearly Meetings, Number of Compensation Committee Yearly Meetings, Board of Director periodic self evaluation, Number of Renomination Committee Yearly Meetings, Busy BOD affiliated membership in 4 Companies & over

b. Dependent Variable: Return on Assets

أما مؤشر هيكل الملكية الفرعي، فنجد أن معامل الارتباط قوي ($R = 0.991$) وتمثيل المعادلة جيد جداً ($R^2 = 0.982$)، كما في الجدول التالي:

Table 19: مُعامِل الارتباط لمعاملات انحدار مؤشر هيكل الملكية الفرعي

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.991[a]	.982	.875	.33745

a. Predictors: (Constant), Outsiders ownership %, Foreign ownership %, Largest Ownership % (Top 1st), Manag ownership %, Top 10 Ownership %, Top 5 Ownership %

مؤشر الإفصاح الفرعي:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.691[a]	.501	.387	.47843

a. Predictors: (Constant), Disclouser on transactions with Related Parties, Disclose Governance Guide

من الجدول أعلاه يبلغ معامل الارتباط المتعدد حوالي (٠.٧) لمؤشر الإفصاح الفرعي بحيث تُعبر عن علاقة ارتباط جيدة.

مؤشر المراجعة الفرعي:

يظهر من الجدول أدناه أن معامل الارتباط جيد ($R = 0.782$) والتمثيل مقبول ($R^2 = 0.612$)، وأن هنالك دلالة جوهرية لقدرة النموذج في تفسيره للتباين ($\alpha = 0.00$)، وأن معادلة الانحدار تفسر مُعظم العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

Table 20: مُعامِل ارتباط متغيرات مؤشر المراجعة الفرعي ومعاملات انحداره

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.782[a]	.612	.566	.40250

a. Predictors: (Constant), Choose Big 4 Auditor, Audit Fees percent

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.340	2	2.170	13.393	.000[a]
	Residual	2.754	17	.162		
	Total	7.094	19			

a. Predictors: (Constant), Choose Big 4 Auditor, Audit Fees percent

b. Dependent Variable: Return on Assets

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-4.084	.874		-4.673	.000
	Audit Fees percent	5.828	1.128	1.692	5.165	.000
	Choose Big 4 Auditor	2.419	.546	1.450	4.427	.000

a. Dependent Variable: Return on Assets

يبين الجدول أعلاه معاملات الانحدار لمؤشر المراجعة الفرعي، ويبدو أن هذه المُعاملات جوهرية عند مستوى دلالة (٠.٠١).

بينما لم يُلاحظ أن هنالك ارتباط قوي للعلاقة بين متغير عدد أنشطة الأعمال الرئيسية التي تمارسها الشركة كما يبين الجدول التالي:

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.336[a]	.113	.063	.59135

a. Predictors: (Constant), Number of Company Activites

المتغيرات الرقابية:

Table 21: مُعامِل ارتباط معادلة الانحدار للمتغيرات الرقابية

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.716[a]	.513	.350	.52998

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.716[a]	.513	.350	.52998

a. Predictors: (Constant), Log10(Abnormal Accruals), Purchases and Sales to Related Parties Devided by Total Sales, financial leverage, Company Size Ln(assets)

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.548	4	.887	3.158	.050[a]
	Residual	3.371	12	.281		
	Total	6.919	16			

a. Predictors: (Constant), Log10(Abnormal Accruals), Purchases and Sales to Related Parties Devided by Total Sales, financial leverage, Company Size Ln(assets)

b. Dependent Variable: Return on Assets

يبدو من الجدولين أعلاه أن معامل الارتباط مقبول، وأن معادلة الانحدار تفسر أكثر من نصف المتغيرات عند مستوى أهمية ($\alpha = 0.05$).

تم انتقاء العائد على الأصول كمتغير تابع، لأنه أعطى قيم ارتباط من أعلى القيم بين المتغيرات التابعة، عند كل المؤشرات الفرعية للمتغيرات المستقلة. يليه بعد ذلك العائد على حقوق الملكية وتوزيعات الأرباح، وهامش الربح، والعائد على السهم كما يظهر عند إجراء تحليل الارتباط بين المتغيرات.

٢-١ حساب العوامل وقيمة المؤشر:

بلغت قيمة مؤشر الحوكمة لسوق دمشق للأوراق المالية ككل (٨٤,٤٤) درجة بخطأ معياري /٠.٦٨/ وسطياً، بينما كان ترتيب الشركات المُدرجة حسب قيمة مؤشر الحوكمة كمايلي:

Table 22: ترتيب الشركات محل الدراسة حسب قيمة مؤشر الحوكمة المحسوبة:

القطاع	اسم الشركة	المؤشر
مصارف	QNBS	112
مصارف	BBS	109
مصارف	BSO	102
مصارف	SGB	99
مصارف	ARBS	98
مصارف	BBSF	98

97	SIIB	مصارف
95	SHRQ	مصارف
95	IBTF	مصارف
94	FSBS	مصارف
93	BASY	مصارف
92	BOJS	مصارف
84	ATI	تأمين
74	AROP	تأمين
74	NIC	تأمين
71	UIC	تأمين
56	AVOC	صناعي
55	NAMA	زراعي
51	AHT	خدمي
51	UG	خدمي

وبذلك يتصدَّر القطاع المصرفي الترتيب العام للشركات المُدرَجة من حيث جودة الحوكمة، يليه قطاع التأمين، ثم الصناعي، فالزراعي، ، والخدمي.

ويبدو ذلك طبيعياً كون القطاع المصرفي معروف عنه أنه يلتزم بمعايير أكثر صرامة من حيث الحوكمة.

بالتالي: يدعم الجدول أعلاه الفرضية القائلة أن هنالك اختلافاً بين مستوى الحوكمة لدى القطاعات المختلفة للشركات المُدرَجة في سوق دمشق للأوراق المالية، خاصة بين القطاعات المالية وغير المالية.

٣-دراسة الارتباط (بيرسون):

يُجري البحث حساب لمُعامِل الارتباط (بيرسون) بين متغيرات الحوكمة ومتغيرات الأداء للكشف عن الارتباطات المُحتملة بينها، مع اختبار قيمة هذا المُعامِل فيما إذا كانت معنوية أم لا.

قيمة معامل الارتباط ($-1 \leq r \leq +1$)، حسب العلاقة التالية:

$$r = \frac{C_{ij}}{\sqrt{C_{ii} * C_{jj}}}$$

يتم اختبار الفرضية الابتدائية ($H0: R = 0$) التي تقول بعدم وجود علاقة ارتباطية بين المتغير الأول والثاني، والفرضية البديلة ($H1: R \neq 0$) أن هنالك ارتباطاً بين المُتغيِّرين.

فإذا كانت قيمة الاحتمال ($P > \alpha$) تُقبَل الفرضية الابتدائية عند مستوى الدلالة /α/، أي أن العلاقة بين المُتغيرين معدومة، ومُعامِل الارتباط لا يُعبِّر بشكل حقيقي عن هذه العلاقة. أما إذا كانت ($P < \alpha$) نرفض الفرضية الابتدائية ونقبل الفرضية البديلة التي نعتبر فيها أن قيمة مُعامِل الارتباط تُعَبِّر عن شدَّة العلاقة، وهي قيمة معنوية. انظر الملحق (٢) الذي يبين الارتباطات بين المتغيرات التابعة والمستقلة في النموذج.

يُلاحَظ من الجدول في الملحق (٢) أن هنالك مجموعة من الارتباطات كما يلي:

أ) أن هنالك علاقة عكسية هامة عند مستوى جوهرية (٠.٠١) بين مُتغيِّر نسبة توزيعات الأرباح إلى صافي الربح (المُتغيِّر التابع) وبين مُتغيرات: حجم المجلس، وحجم لجنة التعيينات، ووجود خبير مالي واحد على الأقل في لجنة المراجعة. وعند مستوى دلالة (٠.٠٥) مع متغيرات عدد لجان المجلس، ونسبة الأعضاء غير التنفيذنين من شركات حليفة ضمن لجنة المُراجعة، وعدد اجتماعات أعضاء مجلس الإدارة المُستقلِّين سنوياً، وعدد اجتماعات لجنة المراجعة سنوياً،

ب) هنالك علاقة عكسية عند مستوى دلالة (٠.٠٥) بين مُتغِّر نسبة هامش الربح (كمتغير تابع) وبين متغيرات (نسبة الأعضاء غير التنفيذيين من شركات حليفة في لجنة التعويضات، وكَون رئيس هذه اللجنة من شركة حليفة) ما يُضعِف استقلال هذه اللجنة، خاصة إثر الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي تم إلقاء اللوم على التعويضات الكبيرة لكبار الإداريين وأعضاء مجالس الإدارة؛ حيث يبدو أن المستثمِرين في سوق دمشق للأوراق المالية ينظرون بنفس النظرة، ولديهم نفس الهاجِس حول هذه التعويضات. وهذا ينسجم مع الأدبيات.

ت) هنالك ارتباط عند مستوى دلالة (٠.٠١) بين مُتَغيِّر العائد على الأصول (كمتغير تابِع) وبين متغيرات الحوكمة التالية: (عدد لجان المجلس، عدد غير التنفيذيين ضمن لجان المجلس، عدد الأعضاء الداخليين ضمن لجان المجلس، عدد الأعضاء من شركات حليفة أو تابعة ضمن تركيبة لجنة المراجعة، ووجود خبير مالي ضمن لجنة المراجعة). وعند مستوى دلالة (٠.٠٥) مع متغيرات: حجم لجنة المراجعة والتعويضات، وعدد الأعضاء

المستقلين في المجلس، ونسبة المدفوعات الثابتة والمتغيِّرة على أساس محاسبي للتنفيذيين، وعدد اجتماعات أعضاء المجلس المستقلِّين وأعضاء لجنة المراجعة سنوياً،

ث) هنالك ارتباط عند مستوى دلالة (٠.٠١) بين مُتَغيِّر العائد على حقوق الملكية (كمتغير تابِع) وبين متغيرات الحوكمة التالية: (عدد غير التنفيذيين ضمن المجلس، عدد الأعضاء الداخليين، عدد الأعضاء من شركات حليفة أو تابعة ضمن لجنة المراجعة). وعند مستوى دلالة (٠.٠٥) مع متغيرات: حجم لجنة المراجعة، وعدد لجان المجلس، ووجود خبير مالي ضمن تركيبة لجنة المراجعة، وعدد اجتماعات أعضاء لجنة المراجعة سنوياً.

ج) هنالك ارتباط عند مستوى دلالة (٠.٠١) بين مُتَغيِّر العائد على الأصول (كمتغير تابِع) وبين متغيرات الحوكمة التالية: عدد أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين. وعند مستوى دلالة (٠.٠٥) مع متغيرات: حجم لجنة المراجعة والتعيينات، وعدد لجان المجلس، وعدد الأعضاء من شركة حليفة أو أم أو تابعة ضمن لجنة المراجعة، وعدد اجتماعات المجلس، وعدد اجتماعات أعضاء المجلس المستقلِّين سنوياً.

ح) هنالك علاقة جوهرية بين القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم (MB) ومعدل دوران المدير التنفيذي الرئيسي، ما ينسجم مع بعض الأدبيات التي تشير إلى أن القيمة السوقية للسهم قد تتأثر بتغير المدير التنفيذي لشركة ما.

تحليل التباين الثنائي على مستوى مؤشر هيكل الملكية الفرعي للنموذج المقترح:

أ) هنالك علاقة جوهرية موجبة عند مستوى دلالة (٠.٠١) بين متغير (Tobin`s Q) التابع وبين ملكية الخارجيين، ومع ملكية المدير التنفيذي الرئيسي عند مستوى دلالة (0.05)، بما ينسجم مع الأدبيات.

ب) هنالك علاقة جوهرية عند مستوى دلالة (٠.٠١) بين توزيعات الأرباح كمتغير تابع، وبين ملكية غير السوريين، كون مُعظمهم مالكين مُسيطِرين يُمثلون المالك الأجنبي الرئيسي. ومع اختيار المراجع من الأربعة الكبار. وعلاقة موجبة مع أجور المراجعة على حساب خدمات غير المراجعة لشركة التدقيق نفسها. وبين هذا المتغير التابع مع الإفصاح عن العمليات مع الأطراف ذات العلاقة والتصنيف الائتماني للبنوك عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$).

ت) تبين أن العلاقة بين العائد على الأصول كمتغير تابع وبين الملكية الأجنبية جوهرية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$)، ومع حجم الشركة كمتغير رقابي. وبعلاقة جوهرية عكسية مع إجمالي المستحقات ($\alpha = 0.01$)؛ وهذه الأخيرة تنسجم مع الأدبيات.

تحليل التباين على مستوى آليات الحوكمة الخارجية (مؤشر المراجعة الخارجية، وأصحاب المصالح والإفصاح الفرعية):

أ) هنالك علاقة هامة موجبة ($R = 0.817$) ذات دلالة ($\alpha = 0.01$) بين نسبة الملكية الخارجية (غير السوريين وغير المقيمين) وبين اختيار المراجع من الـ Big 4.

Table 23: العلاقة بين متغيِّر الملكية الخارجية واختيار المراجع من الأربع الكبار في المهنة

		Choose Big 4 Auditor
Foreign ownership %	Pearson Correlation	.817**
	Sig. (2-tailed)	0
	N	20

ب) هنالك علاقة بين أتعاب المراجعة لشركة ما ومشاكل الحوكمة المتعلقة بهيكل مُلكيَّتها، خاصة بالنسبة للمتغيرات التالية:

Table 24: جدول يبين العلاقة بين أتعاب خدمات المراجعة وبين بعض متغيرات هيكل الملكية

		Audit Fees percent
Foreign ownership %	Pearson Correlation	-.922**
	Sig. (2-tailed)	0
Affiliated ownnership %	Pearson Correlation	-.467*
	Sig. (2-tailed)	0.044
Number of Block Owners	Pearson Correlation	-.493*
	Sig. (2-tailed)	0.027
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).		
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).		

ت) هنالك علاقة عكسية بين مستوى الأتعاب المدفوعة للمُراجِع (عن خدمات المُراجَعة) والمستحقات غير العادية.

Table 25: العلاقة بين أجور المراجعة والمستحقات غير العادية

Correlations		
		Log10(Abnormal Accruals)
Audit Fees percent	Pearson Correlation	-.578*
	Sig. (2-tailed)	.008

ث) يرتبط متغير (سعر السهم/قيمته الدفترية) التابع إيجاباً مع أجور خدمة المراجعة.

ج) هنالك علاقة جوهرية للتمويل بالدَّين وبين كثير من متغيرات الحوكمة الأخرى كما في الجدول التالي:

26 Table: العلاقة بين التمويل بالدَّين وبين آليات الحوكمة الأخرى:

		financial leverage
board size	Pearson Correlation	.520*
	Sig. (2-tailed)	0.019
CompComm size	Pearson Correlation	.583**
	Sig. (2-tailed)	0.007
RenomiratComm size	Pearson Correlation	.706**
	Sig. (2-tailed)	0
No of Board Committees	Pearson Correlation	.716**
	Sig. (2-tailed)	0
No. of BOD outsiders members	Pearson Correlation	.464*
	Sig. (2-tailed)	0.039
No. of BOD Insider Members	Pearson Correlation	-.502*
	Sig. (2-tailed)	0.024
BOD Independent Members	Pearson Correlation	.514*
	Sig. (2-tailed)	0.02
Financial Expert in the Audit Commiittee	Pearson Correlation	.688**
	Sig. (2-tailed)	0.001
% fixed payment to executives of total Compensation	Pearson Correlation	-.520*
	Sig. (2-tailed)	0.019
% Variable payment to executives of total Compensation	Pearson Correlation	.520*
	Sig. (2-tailed)	0.019
Number of BOD Yearly Meetings	Pearson Correlation	.497*
	Sig. (2-tailed)	0.026
Number of Independent BODs Yearly Meetings	Pearson Correlation	.700**
	Sig. (2-tailed)	0.001
Board of Director periodic self evaluation	Pearson Correlation	.524*
	Sig. (2-tailed)	0.018
Foreign ownership %	Pearson Correlation	.759**
	Sig. (2-tailed)	0
Affiliated ownnership %	Pearson Correlation	.520*
	Sig. (2-tailed)	0.023
Number of Block Owners	Pearson Correlation	.466*
	Sig. (2-tailed)	0.039
Disclouser on transactions with Related Parties	Pearson Correlation	.701**
	Sig. (2-tailed)	0.001
Audit Fees percent	Pearson Correlation	-.636**

	Sig. (2-tailed)	0.003
Choose Big 4 Auditor	Pearson Correlation	.628**
	Sig. (2-tailed)	0.003

بينما لم يكن هنالك ارتباط هام مع أداء الشركة.

في مجال مؤشر الإفصاح وإدارة الأرباح الفرعي:

تم اختبار فرضية ٥) "هنالك علاقة عكسية بين الحوكمة الجيدة وممارسة إدارة الأرباح في الشركة" من خلال مجموعة من الفرضيات الفرعية وجاءت النتائج كمايلي:

ف ٥أ) ترتبط مجالس الإدارة عالية الاستقلال عكسياً بإدارة الأرباح، بالتالي إيجابياً مع محتواها المعلوماتي للأرباح المحاسبية.

Table 27: العلاقة بين متغير المستحقات غير العادية (كقرين لإدارة الأرباح) ومؤشر مجلس الإدارة الفرعي:

		Log10(Abnormal Accruals)
board size	Pearson Correlation	.608**
	Sig. (2-tailed)	0.004
AuditComm size	Pearson Correlation	.504*
	Sig. (2-tailed)	0.024
CompComm size	Pearson Correlation	.658**
	Sig. (2-tailed)	0.002
RenomiratComm size	Pearson Correlation	.789**
	Sig. (2-tailed)	0
No of Board Committees	Pearson Correlation	.762**
	Sig. (2-tailed)	0
No. of BOD outsiders members	Pearson Correlation	.670**
	Sig. (2-tailed)	0.001
No. of BOD Insider Members	Pearson Correlation	-.684**
	Sig. (2-tailed)	0.001
BOD Independent Members	Pearson Correlation	.699**
	Sig. (2-tailed)	0.001
AudCommt affiliated Members	Pearson Correlation	-.574**
	Sig. (2-tailed)	0.008
AC Chairman affiliated	Pearson Correlation	-.453*
	Sig. (2-tailed)	0.045
Financial Expert in the Audit Commiittee	Pearson Correlation	.638**
	Sig. (2-tailed)	0.002
Number of BOD Yearly Meetings	Pearson Correlation	.571**
	Sig. (2-tailed)	0.008
Number of Independent BODs Yearly	Pearson Correlation	.834**

Meetings		
	Sig. (2-tailed)	0
Number of Auditing Committee Yearly Meetings	Pearson Correlation	.454*
	Sig. (2-tailed)	0.044
Number of Compensation Committee Yearly Meetings	Pearson Correlation	.546*
	Sig. (2-tailed)	0.013
Number of Renomination Committee Yearly Meetings	Pearson Correlation	.581**
	Sig. (2-tailed)	0.007
Board of Director periodic self evaluation	Pearson Correlation	.457*
	Sig. (2-tailed)	0.043

ف٥ ب) تشير النتائج إلى وجود علاقة جوهرية (٠.٧٤٠، عند مستوى دلالة ٠.٠١) بين الاعتماد على الدَّين وإدارة الأرباح، لكن الإشارة جاءت غير متوقعة (موجبة)، وبذلك نقبل فرضية وجود علاقة هامة، لكن نرفض جهة العلاقة.

لم يجد البحث ارتباط هام بين استقلال لجان المراجعة وبين متغير إدارة الأرباح والمحتوى المعلوماتي، ويتفق ذلك مع بعض الدراسات التي تشير إلى أن هذه العلاقة زائفة (David T. Tan, 2009)؛ بالتالي نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول: ف ٥ج) يرتبط وجود لجان مراجعة عالية الاستقلال والكفاءة سلبياً بإدارة الأرباح، وإيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية.

بينما وجد البحث علاقة هامة بين هيكل الملكية شديد التركُّز، وبين متغير إدارة الأرباح، لكن الإشارة جاءت غير متوقعة كما في الجدول التالي:

Table 28: العلاقة بين متغيرات هيكل الملكية وإدارة الأرباح:

Variables		Log10(Abnormal Accruals)
Largest Ownership % (Top 1st)	Pearson Correlation	.536*
	Sig. (2-tailed)	0.015
Top 5 Ownership %	Pearson Correlation	.542*
	Sig. (2-tailed)	0.014
Top 10 Ownership %	Pearson Correlation	.540*
	Sig. (2-tailed)	0.014
Foreign ownership %	Pearson Correlation	.692**
	Sig. (2-tailed)	0.001

**Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

أما الفرضيات ف٥ د،هـ،و) فلم يجد البحث ما يثبت صحتها، لذلك تم رفضها.

ف ٦) تُبدي الشركات التي تتبنى أدلة حوكمة ذاتية (إضافة لدليل السوق حول قواعد الحوكمة) مستوى أفضل من الحوكمة، والإفصاح الحوكمي عن هذه الأدلة، كما في الجدول التالي:

Table 29: العلاقة بين متغير الإفصاح عن أدلة الحوكمة الذاتية وممارسات الحوكمة التالية

		Disclose Governance Guide
CompComm size	Pearson Correlation	.456*
	Sig. (2-tailed)	0.043
RenomiratComm size	Pearson Correlation	.668**
	Sig. (2-tailed)	0.001
No of Board Committees	Pearson Correlation	.493*
	Sig. (2-tailed)	0.027
BOD Independent Members	Pearson Correlation	.590**
	Sig. (2-tailed)	0.006
AC Chairman affiliated	Pearson Correlation	-.480*
	Sig. (2-tailed)	0.032
Totally Independet Audit Committee	Pearson Correlation	.642**
	Sig. (2-tailed)	0.002
Number of BOD Yearly Meetings	Pearson Correlation	.642**
	Sig. (2-tailed)	0.002
Number of Independent BODs Yearly Meetings	Pearson Correlation	.700**
	Sig. (2-tailed)	0.001
Board of Director periodic self evaluation	Pearson Correlation	.630**
	Sig. (2-tailed)	0.003
Number of Company Activites	Pearson Correlation	.488*
	Sig. (2-tailed)	0.029
Company Size Ln(assets)	Pearson Correlation	.585**
	Sig. (2-tailed)	0.007
Credit Classification	Pearson Correlation	.491*
	Sig. (2-tailed)	0.028
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).		
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).		

يبين الجدول أعلاه الارتباطات ذات الدلالة الجوهرية بين متغير الإفصاح عن أدلة الحوكمة الذاتية وبين بعض متغيرات الحوكمة، وليس كلها. بالتالي يمكن قبول الفرضية الابتدائية (ف٦) عند المتغيرات المذكورة أعلاه ورفضها عند البقية.

كما وجد البحث علاقة ذات أهمية بين الإفصاح عن الأطراف ذات العلاقة وبين بعض المتغيرات المستقلة، لكن الإشارة جاءت غير متوقعة. ربما يعود السبب في ذلك إلى أن حجم هذه العمليات

غير مرغوب في ظل هيكل ملكية شديد التركُّز من جهة، أو بسبب وجود ممارسات غير سليمة من وجهة نظر الحوكمة؛ مثل الصفقات والقروض مع بعض أعضاء مجالس إدارة بعض الشركات.

Table 30: العلاقة بين متغير الإفصاح عن الأطراف ذات العلاقة وبين بعض متغيرات الأداء

		Dividents to net income	Return on Assets	Return on Equity
Disclouser on transactions with Related Parties	Pearson Correlation	-.456*	-.671**	-.537*
	Sig. (2-tailed)	0.043	0.001	0.015

وبذلك يمكن قبول الفرضية (ف ٧) وجود الارتباط بين الإفصاح عن الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة، أي أن المستثمرين يهتمون للنظر في هذه الصفقات، لكن مع رفض جهة العلاقة.

لاحظ الباحث أن هنالك علاقة إيجابية هامة بين العائد على السهم والأرباح المحاسبية، ما يفسر جودة المحتوى المعلوماتي للأرباح، كما في الجدول التالي:

Binary Analysis		Earning per Share
Accounting Profit	Pearson Correlation	.751**
	Sig. (2-tailed)	0
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).		

العلاقة بين المتغيرات التابعة البديلة:

ح) هنالك علاقة عكسية ($\alpha = 0.01$) بين الربح المحاسبي وبين نسبة الانفاق الرأسمالي إلى إجمالي الإيرادات من الأنشطة التشغيلية،

خ) يرتبط العائد على حقوق الملكية سلباً مع المستحقات غير الاعتيادية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$).

د) يرتبط متغير (سعر السهم/قيمته الدفترية) التابع سلباً مع عدد أنشطة وحجم الشركة (لاينسجم مع الأدبيات). بينما يرتبط سلباً مع المستحقات غير العادية (ينسجم مع الأدبيات).

ذ) ارتبط متغير العائد على السهم مع الإنفاق الاستثماري عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$).

من المناقشة أعلاه، يتبين أنه لم يستطع متغير تابع واحد تفسير كل الارتباطات مع المتغيرات المستقلة، لذلك استخدم الباحث عدة متغيرات تابعة في نموذجه. من خلال الدراسة تبين أن أفضل

متغير تابع هو العائد على الأصول، ثم العائد على حقوق الملكية، وهامش الربح، فنسبة توزيعات الأرباح. وكانت الارتباطات مع متغيرات الأداء كمتغيرات تابعة أفضل من الارتباط مع قيمة الشركة؛ كمتغيرات نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية للسهم، وTobin`s Q. وبذلك نقض للفرضية (١٠) التي تقول أنه لايوجد تباين متغيرات الأداء والقيمة المختلفة في ارتباطها مع المتغيرات المستقلة في النموذج.

وفيمايلي: جدول ملخص الفرضيات

الفرضية	الاختبار/النتيجة/مستوى الدلالة	الحكم	المتغير التابع المُستخدم
الفرضية ١: تلعب ممارسات الحوكمة الجيدة دوراً إيجابياً في تحسين استقلالية وفعالية مجلس الإدارة، ما ينعكس إيجاباً على أداء وقيمة الشركات محل الدراسة. وتتوزع هذه الفرضية على الفرضيات الفرعية التالية بشأن دور مجلس الإدارة.			
المؤشر الفرعي: تركيبة المجلس			
الفرضية ١أ) هنالك علاقة سلبية بين حجم مجلس الإدارة وقيمة و/أو أداء الشركات محل الدراسة	مُعامِل الارتباط R جوهري بإشارة سالبة، $\alpha = 0.01$	مقبولة	توزيعات الأرباح/صافي الربح Dividends
الفرضية ١ب) إن تشكيل مجلس الإدارة بحيث يكون هنالك أغلبية من الأعضاء غير التنفيذيين، وألا يقل عدد المستقلين عن الثلث يُحسِّن من فعالية مجلس الإدارة، ومؤشر حوكمتها	الارتباط جوهري عند دلالة $\alpha = 0.01$، الإشارة المتوقعة موجبة	مقبولة بالنسبة للارتباط، غير متوقعة الإشارة	ROA, ROE, MB
الفرضية ١ج) إن وجود أعضاء من شركات حليفة يضعف من استقلالية مجلس الإدارة، وبالتالي أدائها	الارتباط جوهري عند مستوى دلالة $\alpha =$ 0.01، والإشارة المتوقعة سالبة	الاتباط ضعيف، مرفوضة	
الفرضية ١د) يؤثر وجود ازدواجية في منصب رئيس المجلس والمدير التنفيذي الرئيسي سلباً على حوكمة الشركة، بالتالي على أدائها وقيمتها	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة سالبة	ارتباط ضعيف، مرفوضة	
الفرضية ١هـ) يعزز وجود عضو مجلس إدارة فعال غير رئيس المجلس من أداء المجلس	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة موجبة	ارتباط ضعيف، مرفوضة	ربما ليس من الشائع وجود مثل هذا العضو الفعال، وضعف في وجود ازدواجية في منصب رئيس المجلس والمدير التنفيذي الرئيسي.
الفرضية ١و) كلما زادت نسبة الأعضاء كبار السن (فوق السبعين) عن ٥٠% من حجم المجلس كلما ضعف أداؤه، وساهم ذلك في إضعاف حوكمة الشركة وأدائها	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة سالبة	مقبولة، لم تتجاوز نسبة الكبار في السن ٥٠% من حجم المجلس، بل هي أصغر من ذلك بكثير	mean
الفرضية ١ز) إن تضمين الأعضاء الداخليين ولو بنسبة أقل (من غير التنفيذيين) في تركيبة مجلس الإدارة يساعد على توازن وفعالية المجلس، وبالتالي إيجاباً على حوكمة الشركة وأدائها	ارتباط هام عند مستوى دلالة $\alpha =$ 0.01، الإشارة المتوقعة موجبة	مقبولة	ROA, ROE,

الفرضية ١ح) يساهم وجود لجان مستقلة ومؤهَّلة منبثقة (خاصة لجنة المراجعة والحوكمة والتعويضات والتعيين) عن مجلس الإدارة في تحسين جودة الحوكمة وأداء الشركة	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة موجبة	مقبولة	ROA, ROE at (α = 0.01); Dividends and MB at (α = 0.05)
المؤشر الفرعي: إجراءات المجلس			
الفرضية ١ط): إن مزيج التعويضات لدى الشركات محل الدراسة يعتمد بشكل أكبر على التحفيز بعيد الأمد والمدفوعات المتغيرة (غير الثابتة)، ما سينعكس إيجاباً على حوكمة الشركات وأدائها المالي	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة موجبة	مرفوضة، فالتعويضات أغلبها على أساس ثابت وأداء قصير الأمد. وهذا ما يفسره المتغير التابع الذي استجاب لهذه التعويضات وهو الـ ROA، ولوكان التحفيز على أساس بعيد الأمد (متضمنا التعويض بالأسهم أو خيارات الأسهم) فربما كان المتغير التابع المستجيب متغيرات القيمة أو العائد على السهم...	Mean; ROA (α = 0.05), sign+; (ROA, %VarPay(α = 0.05), sign−
الفرضية ١ي) معظم أعضاء مجالس الإدارة منشغلون، ما ينعكس سلباً على حوكمة الشركات، وبالتالي على أدائها	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة سالبة	مرفوضة، فالارتباط ضعيف	Mean
فرضية ١ك) لاتقل اجتماعات مجلس الإدارة و/أو كل من لجانه الفرعية عن أربع اجتماعات، وهنالك علاقة إيجابية بين عدد الاجتماعات وفعالية المجلس	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة سالبة	مقبولة	Mean; Dividends, ROA, and MB at (α = 0.05),
فرضية ١ل) لا تُجري الشركات محل الدراسة تقويم ذاتي دوري لمجلس الإدارة، على الرغم من أهمية هذا التقويم في تحسين فعالية المجلس وبالتالي في حوكمة الشركة وأدائها	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة سالبة	مقبولة من حيث إجراء التقويم الذاتي، لكن ارتباط ذلك مع الأداء ضعيف. لكن الارتباط هام (α = 0.05) مع المتغير التابع MB	Mean; MB
فرضية ١م) يُحمِّل المستثمرون علاوة على أسعار أسهم الشركات التي لديها اتجار و/أو تعامل داخلي قادر على التملُّص من العقاب أكثر من باقي مُحدَّات الحوكمة السيِّئة الأخرى في البلدان ذات الاقتصادات الإنتقالية والأسواق الناشئة		لايوجد تعامل أو تداول داخلي، بسبب الملكية المحدودة جداً لأعضاء المجلس وكبار المدراء كأشخاص، ووغالباً ماتكون أسهم أعضاء المجلس محبوسة.	
فرضية ١ن) ينعكس تنوع مجلس الإدارة إيجاباً على حوكمة الشركة وأدائها (القرينة هي نسبة الإناث في مجالس الإدارة).	ارتباط هام، الإشارة المُتوقَّعة موجبة	مرفوضة، ارتباط ضعيف، والإشارة سالبة	
فرضية ١س) يعكس تغيير المدراء التنفيذيين الرئيسيين إثر أداء ضعيف ممارسة	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة موجبة	مقبولة، والإشارة موجبة	MB

حوكمية جيدة يُقدِّرها المستثمرون في السوق إيجابياً			
مؤشر هيكل الملكية الفرعي:			
فرضية ٢) تتصف الملكية في الشركات المدرجة بأنها ملكية مُرَكَّزة بشكل كبير، ما ينعكس سلباً على حوكمة وأداء الشركات	نسبة التركُّز (أكبر نسبة مساهمة، أكبر خمسة، وعشرة مساهمين).	بالنسبة للجزءالأول من الفرضية فهي مقبولة، فهيكل الملكية شديد التركُّز.	Descriptive Statistics (Mean)
فرضية ٢أ) هنالك علاقة إيجابية بين الملكية المرَكَّزة وبين الرقابة على أداء الإدارة التنفيذية، لكن ينعكس ذلك سلباً على حقوق الأقلية من خلال محاولة الأكثرية تجريد الأقلية من حقوقهم	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة موجبة	مرفوضة، ارتباط ضعيف	
فرضية ٢ب) هنالك علاقة إيجابية بين ملكية غير السوريين، وبين أداء وقيمة الشركة	ارتباط جوهري، الإشارة المتوقعة موجبة	مقبولة، الإشارة متوقعة مع Tobins`Q، وغير متوقعة مع الـ ROA.	Tobins`Q, Dividends at (α = 0.01), and ROA at (α = 0.05)
فرضية ٢ج) يساعد وجود أصحاب الحصص والمساهمين المؤسساتيين في تحسين الحوكمة وأداء الشركة، عندما يكون هيكل الملكية مُركَّزاً.	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة موجبة	مرفوضة، ارتباط ضعيف، ربما بسبب قلة عدد أصحاب الحصص ونسبة حصصهم، بالتالي ضعف دورهم الحوكمي	
فرضية ٢ د) هنالك فرق جوهري بين حقوق المساهمين في التدفق النقدي وفي السيطرة، ما ينعكس سلباً على حوكمة وأداء الشركات محل الدراسة		مرفوضة، لايوجد فرق، لأنه لا وجود لأسهم ذات حقوق تصويتية مختلفة، والممارسة الحوكمية سليمة	Descriptive Statistics
فرضية ٢ هـ) هنالك علاقة إيجابية بين تركُّز الملكية وبين مستوى نفقات البحث والتطوير في الشركات محل الدراسة	ارتباط هام، الإشارة المتوقعة موجبة	مرفوضة، لأن الارتباط ضعيف وغير جوهري.	R&D * Ownership Structure variables
فرضية ٣) يرتبط قرار الشركة باختيار شركة مراجعة الحسابات من الـ Big4 إيجابياً بمشاكل الوكالة خاصتها المتضمنة في هيكل مُلكيتها			
فرضية ٣أ) يرتبط وجود ملكية خارجية غير سورية مع اختيار المراجع من الأربع الكبار	الإرتباط هام، والإشارة المتوقعة موجبة	مقبولة، والإشارة موجبة **R = 0.817 عند (α = 0.01)	Foreign Ownership * Choose Big4
فرضية ٣ب) تزداد العلاقة الإيجابية بين اختيار الشركة لمُراجِع من الـ Big4 ودرجة مشاكل الوكالة خاصَّتها تبعاً لحاجة الشركة إلى التمويل عن طريق الأسهم	ارتباط قوي، بإشارة موجبة سيُستَخدَم المتغير القرين البديل اللجوء إلى التمويل عن طريق القروض	مرفوضة، ارتباط قوي مع القرين البديل التمويل عن طريق القروض (R = 0.628, p = 0.003<0.01).	Debt Fin Leverage*Big4
فرضية ٣د) لايوجد علاقة بين أتعاب المراجعة لشركة ما ومشاكل الحوكمة	ارتباط قوي، بإشارة موجبة	مرفوضة، ارتباط قوي لكن بإشارة سالبة غير	(Foreign ownership,

المتعلقة بهيكل مُلكيَّتها		متوقعة عند المتغيرات التالية	Affiliated, No. of Block owners)*Audit Fees
فرضية ٣هـ) ستحفّز الإيرادات الضعيفة المراجعين إلى إبداء أراء مُعَدَّلة بشكل أكبر للشركات التي لديها مشاكل حوكمة أكبر مُتَضمَّنة في هيكل مُلكيتها		مرفوضة، الظاهرة غير ملحوظة	Mean = 0
فرضية ٣و) هنالك علاقة عكسية بين مستوى الأتعاب المدفوعة للمُراجِع والمستحقات، وتكون هذه العلاقة أقوى في الشركات ذات مستوى حوكمة ضعيف	ارتباط هام، بإشارة سالبة	مقبولة، والإشارة سالبة، (p = 0.008<0.01)	Audit fees*Abnormal accruals
فرضية ٤: يلعب أصحاب المصالح في سورية دوراً هاماً في حوكمة الشركات محل الدراسة.			
فرضية ٤أ -١) لايوجد هنالك علاقة جوهرية بين التمويل عن طريق البنوك كآلية من آليات الحوكمة وبين باقي آليات الحوكمة في الشركات محل الدراسة	ارتباط هام، الإشارة موجبة	مرفوضة، ارتباط جوهري عند كثير من باقي متغيرات الحوكمة (انظر الجدول	CG Variables * Fin Leverage
فرضية ٤أ-٢) لايوجد هنالك علاقة جوهرية بين التمويل عن طريق البنوك كآلية من آليات الحوكمة وبين أداء الشركات محل الدراسة	ارتباط هام، الإشارة موجبة	مقبولة، فالارتباط ضعيف	
فرضية ٤ د) يلعب الموظفون دوراً هاماً في حوكمة الشركات وأدائها من خلال تمثيلهم في مجالس إداراتها أو عن طريق النقابات واتحادات العمال أو من خلال تملك المساهمين المؤسساتيين	نسبة تمثيل الموظفين في مجلس الإدارة	مرفوضة، لايوجد تمثيل ذي أهمية للموظفين ضمن تركيبة مجلس الإدارة.	Mean
فرضية ٤ هـ) لايوجد فرق جوهري بين الشركات محل الدراسة من حيث وجود سياسات تهتم بالمسؤولية الاجتماعية	نسبة الشركات التي لديها سياسات / إلى إجمالي عدد الشركات المُدرَجة		
مؤشر الإفصاح وإدارة الأرباح الفرعي:			
فرضية ٥) هنالك علاقة عكسية بين الحوكمة الجيدة وممارسة إدارة الأرباح في الشركة			
فرضية ٥أ-١) ترتبط مجالس الإدارة عالية الاستقلال عكسياً بإدارة الأرباح،	ارتباط هام، بإشارة سالبة	الارتباط جوهري، لكن الإشارة عند بعض متغيرات مؤشر مجلس الإدارة الفرعي جاءت غير متوقعة.	Abnormal Accruals*BOD variables
فرضية ٥أ-٢) يرتبط العائد على السهم لشركة ما إيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية	ارتباط هام، إشارة موجبة	مقبولة	Accounting Profit*Erning per Share
فـ٥ ب)هنالك علاقة عكسية بين الاعتماد على الدَّين وإدارة الأرباح	ارتباط هام، بإشارة سالبة	مقبولة، لكن الإشارة غير متوقعة.	FinLeverage*Abnormal Accruals

فرضية ٥ج) يرتبط وجود لجان مراجعة عالية الاستقلال والكفاءة سلبياً بإدارة الأرباح، وإيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية	ارتباط هام، بإشارة سالبة	مرفوضة، لايوجد ارتباط ذي دلالة	Audit Committee*Abnormal Accrual
فرضية ٥د) تترافق الملكية شديدة التركُّز سلبياً بإدارة الأرباح، وإيجابياً بالمحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية	ارتباط هام، إشارة سالبة	مرفوضة، الارتباط هام لكن الإشارة غير متوقعة	Ownership variables*Abnormal Accruals
فرضية ٥ هـ) ترتبط الملكية المرتفعة للمدراء عكسياً بإدارة الأرباح، وإيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية	ارتباط هام بإشارة سالبة	لايوجد ملكية مرتفعة أصلاً للمدراء	
فرضية ٥ و) ترتبط الملكية المرتفعة لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين عكسياً بإدارة الأرباح، بالتالي إيجابياً بالمحتوى المعلوماتي لأرباحها المحاسبية	ارتباط هام بإشارة سالبة	مرفوضة، لايوجد ارتباط ذو دلالة	
فرضية ٦) تُبدي الشركات التي تتبنى أدلة حوكمة ذاتية (إضافة لدليل السوق حول قواعد الحوكمة) مستوى أفضل من الحوكمة، والإفصاح الحوكمي	ارتباط هام، إشارة موجبة	مقبولة عند بعض متغيرات الحوكمة، ومرفوضة عند بعضها الآخر.	
فرضية ٧) هنالك ارتباط هام بين الإفصاح عن العمليات مع الأطراف ذات العلاقة وأداء الشركة	ارتباط هام، إشارة موجبة	يقبل وجود الارتباط، لكن جهة الإشارة غير متوقعة	RPT Disclosure*dependent variables
فرضية ٨) هنالك فرق جوهري في جودة حوكمة الشركات بين القطاعات المختلفة	فرق بين مستوى الحوكمة الشركات في القطاعات المختلفة	مقبولة	جدول ترتيب الشركات حسب النموذج
فرضية ٩) تعمل آليات الحوكمة الداخلية والخارجية بشكل بديل، ما لم يحدث تدخُّل تشريعي أو تنظيمي خارجي			
فرضية ٩أ) لمتغيرات الداخلية والخارجية لنموذج الحوكمة غير مُرتَبِطة ببعضها البعض	لايوجد ارتباطات،	مرفوضة، يوجد ارتباطات داخلية	جدول تحليل التباين بين المتغيرات الداخلية والخارجية
فرضية ١٠أ) يمكن العثور على علاقة ذات أهمية بين حوكمة الشركات وبين أداء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية كسوق في طور النشوء	ارتباط جوهري	مقبولة	جدول تحليل التباين
فرضية ١٠ب) لايوجد هنالك أية تباينات في هذه العلاقة عند توظيف مقاييس مختلفة لأداء وقيمة الشركة، مثل العائد على الأصول ROA، أو ROE، أو Tobin`s Q، أومعدل الربح المحاسبي.		مرفوضة	جدول تحليل التباين

الخاتمة

تناول هذا البحث مقولة أن تحسينات مُعَيَّنة في حوكمة الشركة ستؤدي إلى رصفٍ أفضل لمصالح الإدارة وحملة الأسهم، بالتالي، زيادة ثروة حملة الأسهم. تُحفِّز نظرية الوكالة لشركة ما تداؤب فعالية الآليات المختلفة المُصَمَّمة لحل مشكلة تضارب المصالح في هذه الشركة. دعا كثيرون في المُجتمع المالي إلى إصلاحات كبيرة في البيئة التشريعية لحوكمة الشركات منذ الانهيارات الأخيرة لكبرى الشركات حول العالم خلال العقد الأخير. وتفترض وجهات النظر هذه أن تحسين هياكل الحوكمة من شأنه أن ينعكس إيجابياً على أداء الشركات. خاصة في البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة، حيث تكون كثير من الشركات في حالة عدم توازن، ويكون هنالك مجال لإدخال تحسينات للارتقاء إلى مستوى حوكمة أفضل.

بينما تقول وجهة النظر البديلة، وعلى الطرف النقيض، بشأن عمل آليات حوكمة الشركات وعلاقتها بالأداء، أن هيكل حوكمة الشركة هو خاصية لعملياتها التشغيلية. ما يعني، أن أية ارتباطات ملحوظة بين حوكمة الشركة وأدائها هي زائفة تماماً، وهي ناجمة عن عوامل أخرى غير ملحوظة.

في هذا البحث، وعلى الرغم من وجود ارتباط بين متغيرات الحوكمة والأداء، إلا أن وجود بعض الارتباطات الداخلية بين المتغيرات المستقلة، تُبقي مجالاً بأن تغيراً ما في أحد متغيرات الأداء (التابعة) لا يُفسره التغيُّر في متغير مستقل ما، بل ربما بسبب متغيرات مستقلة أخرى، أو عوامل غير ملحوظة في النموذج. أما ضعف الارتباط مع متغيرات القيمة، ربما سببه عدم وعي المستثمرين لأبعاد الحوكمة ومتغيراتها، وكيفية استخدامها في تقويماتهم وقراراتهم الاستثمارية، بحيث لايُدخلونها في قراراتهم الاستثمارية، ما قد يُفسر عدم وجود ارتباطات قوية بين متغيرات الحوكمة المستقلة، وبين متغيرات القيمة كمتغيرات تابعة.

يقترح البحث أن آليات الحوكمة الداخلية، تعمل بديلاً للآليات الخارجية – باستثناء آلية المراجعة الخارجية – في البلدان ذات الأسواق في طور النشوء كسورية. وأن الآليات الخارجية ضعيفة الفعالية، أو أن بعضاً منها لايعمل؛ مثل آلية السيطرة والاستحواذ، وتشتت الملكية. وقد تحتاج إلى تدخل تشريعي أكثر فعالية.

يبقى، أن البحث يُنبِّه المستثمر تجاه أي خلاصة بأن تعديلات مُعينة في حوكمة الشركة، ينتج عنها بالضرورة آثار تابعة مُباشرة على أداء الشركة المالي أو قيمتها. فمن المحتمل أن تخدِم مقاييس الحوكمة في الوقاية من خسائر كبيرة الحجم لأصحاب المصالح في الشركة.

١ـ ملخص النتائج النهائية التي توصل إليها البحث

نتائج البحث:

في مجال مجلس الإدارة:

١- تراوح عدد أعضاء مجالس الإدارة في الشركات المدرجة بين (٣، ٦، ٧، ٨، ٩) أعضاء، وكان هنالك التزام لدى معظم هذه الشركات بوجود أعضاء خارجيين غير تنفيذيين، لكن كان هنالك نقص في عدد الأعضاء المستقلين. وكان هنالك تمييز واضح بين تعريف العضو المستقل عن غير التنفيذي في معظم الشركات التي لديها أدلة حوكمة خاصة بها، أغلبها في القطاع المصرفي. ما يعني أن هنالك ممارسة حوكمة أفضل لدى القطاع المصرفي من باقي القطاعات في هذا الخصوص.

٢- انعكس نقص الأعضاء المستقلين على عدم توفير العدد الكافي منهم ضمن تركيبة اللجان المنبثقة عن المجلس لدى بعض الشركات. حتى أن بعض الأعضاء غير التنفيذيين كانوا من الشركات الحليفة أو الأم، ما انعكس على إضعاف استقلالية هذه اللجان ومجالس إداراتها عموماً.

٣- كان هنالك التزام واضح بفصل منصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الرئيسي أو المدير العام، لكن غالباً ما كان منصب رئيس مجلس الإدارة من شركات حليفة أو المجموعة الأم كأكبر مساهم، ما جعل رئيس مجلس الإدارة من الداخليين على الرغم من أنه غير تنفيذي.

٤- قلة من المجالس لديها عضو فعال، وهنالك بعض الشركات لديها أعضاء تجاوزت أعمارهم سن السبعين، لكن تبقى هذه النسبة تحت الـ٥٠% من حجم المجلس، ما يجعل أثرها غير هام على أداء المجالس عموماً.

٥- لم تكن نسبة التنفيذيين الداخليين غالبة، لكنها ملحوظة، وهذه ممارسة جيدة، تساعد في الإبقاء على توازن ومستوى جيد من فهم المجلس ككل لما يجري في الشركة.

٦- كثير من الشركات محل الدراسة دمجت لجنة التعويضات مع لجنة التعيينات، ولم يكن لذلك أثر كبير على أداء المجلس، كون لجنة واحدة تقوم بمهمة اللجنتين، خاصة عندما تكون اللجنة الجديدة المضافة هي لجنة الحوكمة.

٧- لم تتعدى نسبة التنوع في المجلس الـ ٣٠%، وبأغلب الأحيان الـ ١١%، بعضوة واحدة، لكن لم يجد الباحث دليلاً جوهرياً على أثر ذلك على أداء الشركة.

٨- تَميَّز مزيج التعويضات لدى الشركات محل الدراسة بكونه يعتمد على التعويضات الثابتة وقصيرة الأمد. وإن كان القطاع المصرفي لديه بعض التعويضات المتغيرة، إلا أنها تبقى متعلقة بالأداء قصير الأمد. ولا توجد حزم خيارات بعد، بما ينقض الفرضية الابتدائية بأن مزيج التعويضات يعتمد أكثر على المدفوعات المتغيرة والبعيدة الأمد.

٩- كان هنالك /٤/ مجالس لديها أعضاء منشغلون (غير تنفيذيين ومن شركات حليفة)، بنسب تتراوح بين ١١% إلى ٤٤%، حتى أن بعضهم عضواً في أكثر من عشر مجالس ومناصب أخرى، ما ينعكس سلباً على قدرة هؤلاء بإعطاء الوقت الكافي للشركات التي يعملون فيها.

١٠- كشف النموذج عن وجود خلل هام، وممارسة غير سليمة، ألا وهي وجود إقراض واقتراض لبعض أعضاء مجلس الإدارة كأطراف ذات علاقة، ومنح تسهيلات لدى البعض تصل إلى مئات ملايين الليرات، ما يعني استغلال واضح للسلطة. إلا مراجعي الحسابات الخارجيين كشفوا مؤخراً عن ذلك، وعمدت الشركات إلى تصفية هذه العمليات بأسرع وقت ممكن. حتى أنه في إحدى الحالات أدى ذلك إلى استقالات في أعضاء مجلس الإدارة لدى الشركة أو شركتها الحليفة.

١١- لم يكن هنالك أعضاء يعملون في شركات منافسة،

١٢- تجاوز عدد الاجتماعات السنوية لمجلس الإدارة في كل شركة من شركات القطاع المصرفي /٦/ اجتماعات، أما باقي الشركات فلم يقل عن /٤/ فعلياً وهذه ممارسة جيدة.

١٣- كان هنالك نقص في عدد الأعضاء المستقلين في القطاعات غير المالية (زراعي، صناعي، خدمي) ما انعكس سلباً على الاجتماعات السنوية لهذا النوع من الأعضاء، إن كان على مستوى المجالس أو لجانها التابعة.

١٤- لايوجد لجان تعويضات وتعيين في شركات القطاعات غير المالية.

١٥- كان هنالك تقويم فعلي دوري لمجالس الإدارة في /٥/ من البنوك، وإن كانت أدلة الحوكمة الخاصة بشركات القطاع المصرفي تتطلب إجراء مثل هذا التقويم الدوري، وحدث هنالك تغييرات في المدير التنفيذي الرئيسي لدى /٦/ شركات، (يُنزَّل منها /٢/ حالة وفاة وحالة انتهاء عقد –حيث قام المدير التنفيذي الرئيسي بالتعاقد مُباشرة مع شركة منافِسة، وهي ممارسة غير مرغوبة)، ما قد يعكس قدرة على فعالية مجلس الإدارة (مع خلفية ملكية مركَّزة) في تغيير الإدارة التنفيذية العليا.

١٦- لايوجد تداول داخلي ملحوظ لدى الشركات محل الدراسة، ربما بسبب عدم وجود أسهم خيارات ممنوحة لأعضاء مجلس الإدارة أة الإدارة العليا، وحبس أسهم أعضاء مجلس الإدارة. بالتالي لم يكن لذلك أثر على تقويم المستثمرين لهذا البند.

في مجال حملة الأسهم:

١٧- تتصف هياكل الملكية بأنها مُرَكَّزة (٦٣% للمساهمين العشر الأوائل)، ما يعكس قدرة المساهمين المسيطِرين على التأثير على حوكمة الشركة عموماً، بما في ذلك التأثير على قرارات التعيين والإقالة للإدارات العليا.

١٨- لايوجد هنالك فرق بين حقوق المساهمين بالتصويت والتدفق النقدي بسبب وجود نوع واحد من أسهم التصويت، ويتم تطبيق قاعدة سهم واجد صوت واحد.

١٩- إن عدم وجود سوق للسيطرة والاستحواذات يُضعف من فعالية آليات المراجعة الخارجية، كما أنه لايوجد بيانات وإفصاحات حول المتغيرات المتعلقة بهذا البُعد، ما يجعل المستثمرين غير قادرين على التعامل مع هذه الآليات.

في مجال المراجعة:

٢٠- معظم الشركات لديها مراجع حسابات من الأربع الكبار بالترافق مع شريك محلي. وبرز ذلك لدى الشركات في القطاعات غير المالية باختيار مراجع من الشركات الأربعة الكبار عند احتياجها للتمويل عن طريق الأسهم لزيادة رأس المال والدخول إلى سوق التداول.

٢١- لم يكن هنالك ارتباط واضح بين أراء المراجعة والشركات التي لديها مشاكل حوكمية متضمنة في هيكل ملكيتها.

٢٢- ليس هنالك إفصاح لدى معظم الشركات عن أتعاب خدمات المراجعة ببند منفصل عن غير المراجعة.

في مجال أصحاب المصالح:

٢٣- أبدت الشركات المشتركة مع القطاع العام أداءاً أفضل بعد انضمام القطاع العام لها، في القطاع الزراعي بشكل خاص، وترافق ذلك مع حجم ملحوظ للتمويل المصرفي لها. لكن لايمكن الوثوق كثيراً بهذه النتيجة بسبب عدم وجود سوى شركة واحدة مدرجة في هذا القطاع.

٢٤- لايوجد تمثيل للموظفين في مجالس الإدارة، بالتالي فإن دورهم الحوكمي يُعتبر ضعيف نسبياً.

٢٥- تميَّز القطاع المصرفي باهتمامه بالسياسات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات، لكن لايوجد إفصاح كاف عن تكاليف تحمل هذه المسؤولية.

في مجال الافصاح وإدارة الأرباح وجودة المحتوى الإعلامي للأرباح المحاسبية:

٢٦- بلغت نسبة الشركات التي لديها أدلة خاصة للحوكمة /٣٠%/ وهي نسبة ضعيفة، تعكس وعياً أقل بأهمية أدلة الحوكمة لنوع معين من الأنشطة. كما أن هنالك ضعف واضح في الإفصاح الحوكمي لدى معظم الشركات، بدى ذلك على طول متغيرات النموذج. ويمكن ملاحظة بعض الإفصاحات الحوكمية لدى الشركات الأم وبعضها الآخر لدى سوق التداول، ولدى مواقع الشركات. وكثير من الإفصاحات غير موجودة، هنالك شركتين ليس لديهما موقع إلكتروني. بالمختصر لاتوجد قاعدة بيانات واحدة حول حوكمة الشركات لدى جهة معينة، ما يرهق المستثمر الذي يريد البحث عن هذه المعلومات، وبالتالي عدم إدخال العديد من متغيرات الحوكمة في قراره الاستثماري.

٢٧- لم يتم إصدار نظام للمبيعات والمشتريات في شركة القطاع الزراعي وفق قرار إحداثها. وتعمل هذه الشركة بطريقة السلف وتصفيتها مثل القطاع العام، ما يجعل الرقابة فيها لاحقة، والأفضل تدقيق النفقة في الوقت الملائم قبل صرفها.

٢٨- لايوجد إفصاح عن الأطراف ذات العلاقة في القطاع الزراعي.

٢٩- أبدت الشركات ذات الحوكمة الأفضل إدارة أقل للأرباح، وهذا ينسجم مع الأدبيات.

٣٠- يدعم ذلك وجود علاقة إيجابية بين المجالس واللجان التي تتضمن نسبة أعلى من الاستقلالية وبين المحتوى الإعلامي للأرباح.

٣١- لايوجد هنالك علاقة جوهرية بين تركز الملكية وإدارة الأرباح، والمحتوى الإعلامي لهذه الأرباح المحاسبية، ما يدحض الفرضية الابتدائية.

٣٢- لم يجد البحث علاقة هامة بين ملكية الإدارة وإدارة الأرباح، بسبب صغر حجم هذه الملكية وعدم وجود حِزَم تعويضات بالأسهم.

٣٣- استطاع النموذج المقترح كشف العديد من نقاط الضعف في حوكمة الشركات المدرجة.

٣٤- أظهرت نتائج تطبيق النموذج أن القطاع المصرفي احتل المرتبة الأولى من حيث جودة الحوكمة، يليه القطاع التأميني، ثم الصناعي، ثم الخدمي.

٢- توصيات البحث:

١- ضرورة تطوير قواعد الحوكمة المطبقة في السوق لتلافي الضعف الجوهري في الإفصاح عن المعلومات ذات الطابع الحوكمي وليس فقط القوائم المالية للشركة. من هذه البيانات: تركيبة المجلس ولجانه المنبثقة ومن هم الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين، والمناصب التي يشغلونها حالياً داخل وخارج الشركة، وهيكل الملكية لأكبر عشرين مساهم، وجنسياتهم، وملكية كبار الإداريين بشكل دوري.

٢- التأكيد من قبل مُنظِّمي السوق على الشركات المدرجة، لتضمين أعضاء مستقلين بما لايقل عن الثلث، لدى الشركات التي لم تلتزم بذلك لتعزيز استقلالية المجالس ولجانها المتفرعة. ولا ضير في رفع هذه النسبة إلى النصف شرط الحفاظ على فهم عميق بالشركة وعملياتها لدى المجلس، وعلى كفاءة الأعضاء جميعاً.

٣- التأكيد على الشركات في القطاعات غير المالية، باستكمال باقي لجان المجلس، مثل لجنة التعويضات والتعيينات والحوكمة، وضمان استقلالها وكفاءة أعضائها.

٤- ألاَّ ينزعج أعضاء مجالس الإدارة من التدريب الدوري لرفع كفاءتهم ومهاراتهم، والتأكيد على التقويم الذاتي الدوري.

٥- التأكيد على أهمية دور المراجع الخارجي في تدقيق الارتباطات والصفقات مع الأطراف ذات العلاقة والإفصاح عنها. والتزام الشركات بالممارسة الأمثل لتحريم إقراض أعضاء مجلس الإدارة وكبار التنفيذيين للحفاظ على استقلالهم والتخفيف من تضارب المصالح.

٦- تنوُّع أعضاء المجالس، خاصة بتمثيل السيدات فيه بنسبة أكبر.

٧- رفع النسبة المشروطة لعضوية مجلس الإدارة بحيث لاتقل عن مبلغ مدروس (خمسة أو عشر ملايين ليرة سورية، أو بما لايقل عن ١% من رأس مال الشركة الإسمي؛ مع الإبقاء على الممارسة الحالية بإلغاء منح خيارات الأسهم لأعضاء المجلس.

٨- التأكيد على ربط رواتب أعضاء مجلس الإدارة بمؤشرات أداء متوازنة، وأن لايكون هنالك رفض تجاه تغيير أعضاء المجلس، خاصة أن بعض الدراسات تقترح أن يتم التعاقد مع الأعضاء على أساس سنوي قابلة للتجديد.

٩- أن يُسمَح للمجلس الجديد مقاضاة سلفه القديم عن نقص العناية المهنية وعدم كفاءة المجلس عموماً، وعلى المجلس أن يجد الهيكلية والإجراءات التي لاتفتح المجال لأي من الأعضاء التحكم بقرارات المجلس بمفرده.

١٠- تحسين تمثيل أصحاب المصالح في مجالس الإدارة، خاصة الموظفين، ربما من خلال ممثلين عن اتحادات العمل أو النقابات.

١١- ينبغي أن تلعب الحوكمة دوراً أكبر في القدرة على تفسير أداء الشركات، وتمكين المستثمرين الاطلاع على بيانات الحوكمة بحيث تُعزِّز الحوكمة من ثقتهم بالمحتوى الإعلامي للبيانات المالية. والإشارة إلى تطوُّر علاقة بين عوائد السهم، والأرباح المُصرَّح عنها، وإدارة الأرباح من جهة وحوكمة الشركات من جهة أخرى مع نمو سوق التداول.

١٢- تطوير قاعدة بيانات لدى سوق دمشق للأوراق المالية حول متغيرات الحوكمة المقترحة، أسوة بباقي أسواق العالم، كي يستطيع المستثمرين والمحللين والباحثين الاعتماد عليها في

دراساتهم وتحليلاتهم لاتخاذ قرارات على أساس معلوماتي أفضل. للوصول إلى مرحلة القدرة على استخدام كثير من أدوات التحليل على هذه البيانات، وخاصة السلاسل الزمنية وغيرها من الأدوات الإحصائية ونماذج الانحدار. علماً أن هنالك طيف واسع جداً (إلى درجة لايمكن تعدادها في هذا البحث) من الدراسات المتعلقة بالحوكمة لم يتم تغطيتها لغاية تاريخه في السوق المحلية.

١٣- يخدم توفر قواعد البيانات تلك عدة أغراض هامة منها: أ) بناء مؤشر للحوكمة خاص بسورية على غرار المؤشر المقترح، يرمز له عالمياً بـ SCGI، ب) توفير أساس للتحقق بشكل أكبر وتطبيقى حول علاقة الحوكمة بأداء وقيمة الشركات في السوق المحلي، تمهيداً لمقارنته بأداء باقي الأسواق ومؤشرات الحوكمة لديها، ما قد يجذب المستثمرين الخارجيين إلى الاستثمار في السوق المحلي، ج) المساهمة في الجهود العالمية لبلورة نظرية حول حوكمة الشركات خاصة في البلدان ذات الاقتصادات الانتقالية والأسواق الناشئة.

١٤- تشجيع الشركات على تبني أدلة ممارسات أمثل للحوكمة تتفوق على متطلبات الحدّ الأدنى الوارد في قواعد السوق بشأن الحوكمة (وربما إضافة بعض منها ضمن نظمها الأساسية)، وتتلائم مع خصوصية قطاعها ونشاط أعمالها. ومطالبة الشركات بتحديد جدول زمني للالتزام بالممارسات الأمثل.

١٥- التأكيد على الإفصاح عن مُلكية الداخليين في الشركات، وصفقاتهم المُصنَّفة ضمن الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة؛ كي يستطيع المستثمِر الحُكم بشكل أفضل على هذه الصفقات، ما إذا كانت في مصلحة الشركة والمساهمين بشكل عام، أم تصُبُّ في مصلحة الداخليين وتُشكل تجريداً لثروة الشركة وحقوق الأقلية، مع التأكيد على زيادة تمثيل صغار المساهمين في مجالس الإدارة.

١٦- التأكيد على الإفصاح عن الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة في القطاعات الزراعي والصناعي والخدمي في سوق دمشق للأوراق المالية ضمن التقارير المالية السنوية لشركات هذه القطاعات. فالممارسة الحالية بعدم الإفصاح تنطوي على مخالفة لقواعد الحوكمة ومتطلبات الإفصاح في السوق.

المراجع:

باللغة العربية

القوانين والتشريعات والقرارات

القرار ٣١/م، "نظام الممارسات السليمة لإدارة الشركات: قواعد حوكمة الشركات المساهمة"، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، دمشق ٢٠٠٨/٩/٢٩.

القرار ٣٩٤٣، "نظام وتعليمات الإفصاح للجهات الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية"، دمشق في ٢٠٠٦.

الكتب

حماد، طارق عبد العال؛ حوكمة الشركات (المفاهيم – المبادئ – التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، ٨٤ شارع زكريا غنيم – تانيس سابقاً، جمهورية مصر العربية، ٢٠٠٥، رقم الإيداع بدار الكتاب ٢٠٠٤/١٤٨٤١، الترقيم الدولي: ٧-٤٨-٥٤٣٣-٩٧٧.

سليمان، محمد مصطفى؛ حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، الناشر: الدار الجامعية، العنوان: ٨٤ شارع زكريا غنيم، جمهورية مصر العربية–الاسكندرية، ص.ب ٣٥ الإبراهيمية – الاسكندرية، رقم الإيداع الدولي: X-096-422-977، ٢٠٠٨.

سليمان، محمد مصطفي؛ حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)، الناشر: الدار الجامعية، العنوان: ٨٤ شارع زكريا غنيم، جمهورية مصر العربية–الاسكندرية، ص.ب ٣٥ الإبراهيمية – رمل الاسكندرية، رقم الإيداع الدولي: 7-65-5433-977، الطبعة الأولى ٢٠٠٦

نصر علي، عبد الوهاب؛ شحاتة، شحاتة السيد؛ مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، كلية التجارة – جامعة الاسكندرية، الدار الجامعية ٨٤ ش زكريا غنيم، جمهورية مصر العربية– الاسكندرية، ص.ب ٣٥ الإبراهيمية – الاسكندرية ٢٠٠٧/٢٠٠٦.

الرسائل العلمية الجامعية

الشمري، عيد بن حامد معيوف، نموذج رقابي لقياس جودة أداء الحوكمة في الشركات المساهمة بالمملكة العربية السعودية، أطروحة دكتوراه، إشراف: دحدوح، حسين أحمد، قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠١١م.

الغنودي، عيسى عبدالله عيسى؛ إمكانية حوكمة الشركات لتحسين الأداء في الشركات الصناعية الليبية – دراسة ميدانية تحليلية؛ إشراف قريط، عصام نعمة؛ ومشاركة محمد، نصر صالح؛ كلية الاقتصاد، جامعة دمشق ٢٠٠٩م.

كراز، شادي؛ دور المراجعة في حوكمة الشركات للحدِّ من التلاعب في التقارير المالية المنشورة: دراسة في سورية، أطروحة دكتوراه، إشراف: قريط، عصام؛ قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠١١م.

الأبحاث والمنشورات

هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، *تقرير حوكمة الشركات المساهمة الخاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لعام ٢٠٠٩*".

بورصتا القاهرة والإسكندرية، *نبذة عن قواعد الإدارة الحاكمة للشركات*، البورصة: ٤ أ شارع الشريفين وسط المدينة – ت٣٩٢١٤٠٢، مصر.

أشرف حنا ميخائيل؛ "*أهمية دور معايير المراجعة وأطرافها لضمان فعالية حوكمة الشركات*"، المؤتمر العلمي الخامس حول حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر، الاسكندرية من ٨ إلى ١٠ سبتمبر ٢٠٠٥.

إقبال عدنان الشريف وعماد محمد أبو عجيلة، "العلاقة بين جودة الأرباح والحاكمية المؤسسية"، جامعة القدس – فلسطين، وجامعة السابع من إبريل – ليبيا على التوالي، عمان – الأردن ٢٠٠٧.

المؤتمرات:

إيمان أحمد عزمي، "*حوكمة الشركات في الاقتصادات النامية (الوضع القائم والإطار الملائم)*"، المؤتمر العلمي الخامس حول حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر، الاسكندرية من ٨ إلى ١٠ سبتمبر ٢٠٠٥.

الحميد ابراهيم، رئيس الهيئة العامة لسوق المال في مصر؛ مؤتمر "*مستقبل الاقتصاد المصري في ظل ممارسة الإدارة الرشيدة*"، الجمعية المصرية للأوراق المالية ومركز المشروعات الدولية الخاصة، أوكتوبر ٢٠٠١، "التوصيات في ختام المؤتمر"، ص:٢.

القاضي، حسين؛ " الفساد والإصلاح الاقتصادي في الوطن العربي"، المؤتمر العلمي الأول: دور حوكمة الشركات في الإصلاح الاقتصادي"، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠٠٨.

قريط، عصام؛ الخطيب، خالد؛ "مفاهيم الحوكمة وتطبيقاتها: حالة الأردن ومصر"، المؤتمر العلمي الأول: دور حوكمة الشركات في الإصلاح الاقتصادي"، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠٠٨.

محمد، حاكم محسن؛ "تحليل العلاقة بين آليات الحوكمة ومؤشرات اداء منظمات الاعمال دراسة تطبيقية في سوق العراق للاوراق المالية"، المؤتمر العلمي الأول: دور حوكمة الشركات في الإصلاح الاقتصادي"، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠٠٨.

المراجع المترجمة إلى العربية:

جون سوليفان، جين روجرز، كاترين ل. كوشتا هلبلينج وألكسندر شكولينكوف، **بحثاً عن عضو جيد لمجلس الإدارة، دليل لإرساء أسس حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين**، الطبعة الثالثة، ترجمة: سمير كريم، إصدار مركز المشروعات الدولية الخاصة، غرفة التجارة الأمريكية – واشنطن دي. سي. ٢٠٠٣.

باللغة الإنكليزية

Books:

1. Asian Development Bank and Hermes Pensions Management Limited; Corporate Governance Principles, Booklet, Copyright 2003 Asian Development Bank, ISBN 971-561-500-7, Publication Stock No. 050403.
2. Jill, Solomon; Corporate Governance and Accountability, 3rd Edition, © 2010, John Wliey & Sons Ltd.
3. Robert A.G. Monks and Nell Minow; Corporate Governance; Third Edition, Blackwell Publishing, © 2004, 350 Main Street, Malden, MA 02148-5020, USA, and Forth Edition, John Whily and Sons, Ltd.2008, reprinted Feb. 2009.
4. Kaen, Fred R., A blueprint for corporate governance : strategy, accountability, and the preservation of shareholder value; Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, AMACOM, a division of American Management Association,1601 Broadway, New York, NY 10019, printed in USA, _ 2003.
5. Hennie van Greuning and Sonja Brajovic Bratanovic; Analyzing and Managing Banking Risk: A Framework for Assessing Corporate Governance and Financial Risk; With Technical Advice on Treasury Management by Jennifer Johnson-Calari, © The International Bank for Reconstruction and Development/THE WORLD BANK 1818 Street, N.W. Washington, D.C. 20433, 2nd Edition, April 2003.

Academic (Master and PHD. thesis):

1. Cattrysse, Jan; Reflections on Corporate Governance and the role of the internal auditor, Master in Internal Auditing, UAMS University Antwerpen, Management School; 2001-2002, Final Paper, September 9, 2002.
2. David T. Tan; Corporate Governance and Firm Outcomes: Causation or Spurious Correlation? Supervised by: Kathleen D. Walsh, PHD thesis, University of New South Wales, 2009.
3. Turki Bugshan; Corporate Governance, Earnings Management, and the Information Content of Accounting Earnings: Theoretical Model and Empirical Tests; PHD dissertation, Faculty of Business, Bond University, Queensland 4229 Australia, March 2005.
4. Khoo Boo Yeang; An Exploratory Research on Corporate Governance Reforms in Malaysia: Perspectives from Independent Non-Executive Directors and Company Secretaries; MBA (Heriot Watt University), International Graduate School of Business, Division of Business, University of South Australia, 18th of September 2005, of the degree of Doctor of Business Administration, supervised by: Leo Ann Mean.
5. Christopher Randall Jones; Best practice features and practices guiding community service organization governance; DBA thesis, supervised by: Bill Russell, Southern Cross University, Lismore, NSW, ePublications@SCU, Copyright CR Jones 2006.
6. Chatrudee Jongsureyapart; Factors that Determine Corporate Governance in Thailand; PHD. School of Accounting and Finance, Faculty of Business and Law, Victoria University, Melbourne, November, 2006, Supervisor: Robert Clift, Associate Supervisor: Victoria Wise.
7. Paul Ramage; Factors impacting on the adoption and operation of corporate governance reform in Australian state government departments; PHD. Thesis, Centre for International Corporate Governance Research, Victoria University, and Supervised by: Anona Armstrong, co-supervisor: Peter Demediuk, 2009.
8. Kashif Rashid; A Comparison of Corporate Governance and Firm Performance in Developing (Malaysia) and Developed (Australia) Financial Markets, PhD. Thesis supervised by: Saradar Islam, co-supervisor: Ray Anderson, Victoria University, Melbourne, June 2008.
9. Philip Kimmet; The Politic of Good Governance in the ASEAN 4; Master of Philosophy, August 2004, supervised by: Mark Beeson and Bill Case.

Researches and Publications:

1. ______; *Audit Committees Should Focus on Key Business Risks*", Corporate Board, Mar/Apr 2000, Vol. 21, Issue 121.

6. Abdel-Khalik, A. Rashad; "*Reforming corporate governance post Enron: Shareholders' Board of trustees and the* auditor", Journal of Accounting and Public Policy, 21 (2002) © Elsevier Science Inc.

7. Abdulla, Haslinda; and Valentine, Benedict; "*Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance*", Middle Eastern Finance and Economics, ISSN: 1450-2889 Issue 4 (2009), ©EuroJournals Publishing, Inc. 2009.

8. Aharony, Joseph and Barniv, Ran; "*using financial accounting information in the governance of takeovers: An Analysis by type of acquirer*", Journal of Accounting and Public Policy, 23 (2004), © 2004 Elsevier Inc.

9. 1150; "*Corporate Governance and Agency Conflicts*"; DOI: 10.1111/j.1475-679X.2008.00301.x, Journal of Accounting Research, Vol. 46 No. 5 December 2008, Printed in U.S.A, Copyright ©, University of Chicago on behalf of the Institute of Professional Accounting, 2008.

10. Allen, Barbara Ann; Juillet, Luc; Paquet, Gilles and Roy Jeffrey; "*E-Governance & Government On-Line in Canada: Partnerships, People & Prospects*", Government Information Quarterly, 2001, Vol. 18, Issue 2, © EBSCO Publishing 2006.

11. Ashbaugh, Hollis; Collins, Daniel W.; LaFond, Ryan; "*Corporate Governance and the Cost of Equity Capital*" University of Wisconsin – Madison and Univ. of Iowa, December 2004.

12. Ashenfarb, David C.; "*Keeping Up with proposed legislation*", © The CPA Journal, January 2004.

13. Attiya Y. Javed and Robina Iqbal; "*The Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange*", PIDE Working papers 2007:14, Pakistan Institute of Development Economics

14. Benston, George J.; Hartgraves, Al L.; "*Enron: what happened and what we can learn from it*", Journal of Accounting and Public Policy, 21 (2002) © Elsevier Science Inc.

15. Berkman, Henk; Cole, Rebel A.; Fu, Jiang; "*Improving corporate governance where the State is the controlling block holder: Evidence from China*", SSRN, Oct. 2007.

16. Berkman, Henk; Cole, Rebel A.; Fu, Jiang; "*Political Connections and Minority-Shareholder Protection: Evidence from Securities-Market Regulation in China*", SSRN, Dec. 2008.

17. Bernard S. Black and Vikramaditya S. Khanna, "*Can Corporate Governance Reforms Increase Firms` Market Values? Evidence from India*", Journal of Empirical Legal Studies (forthcoming 2007), and ECGI Finance working paper No. 159/2007; University of Texas, McCombs School of Business, WP No. FIN-01-07; ssrn id-914440.

18. Bernard S. Black, Hasung Jang, and Woochan Kim; "Predicting Firms` *Corporate Governance Choices: Evidence from Korea*", Journal of Corporate finance, Vol. 12, pp: 660-691 (2006), University of Texas, McCombs School of Business Working paper No. FIN-03-05, ECGI Finance working paper No. 87/2005, ssrn id-428662.

19. Bernard S. Black, Woochan Kim, Hasung Jang, Kyung-Suh Park; "*How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea*", Aug. 2008, University of Texas, McCombs School of Business Working paper No. FIN-01-05, ECGI working paper No. 103/2005, ssrn id-844744.

20. Bishop, Patrick; "*E-nthussiasm for E-governance: Report on the Australian Electronic Governance Conference held on 14-15 April 2004 hosted by the Center for Public Policy, University of Melbourne*", Australian Journal of Public Administration, June 2004, © National Council of the Institute of Public Administration, Blackwell Publishing Limited, 63 (2).

21. CFA Centre for Financial Market Integrity; "*The Corporate Governance of Listed Companies: A Manual for Investors*"; © 2005 CFA Institute.

22. Chakrabarti, Rajesh; "*Corporate Governance in India – Evolution and Challenges*", ssrn-id 649857.

23. CIA, Study Unit One, “Standards and Proficiency”, ©2009 Gleim Publication, Inc. and/or Gleim Internet, Inc. All Rights Reserved. www.gleim.com.

24. Cindy A. Schipani Liu Junhai, "*Corporate Governance in China: Then and Now*", 2009.

25. Clarke, Donald C. "*Corporate Governance in China: An Overview*", University of Washington, Seattle, USA, July 2003.

26. Core, John E.; " *Discussion of The Role of Performance Measures and Monitoring in Annual Governance Decisions in Entrepreneurial Firms*", Journal of Accounting Research, © 2002 University of Chicago on behalf of the Institute of Professional Accounting, Vol. 40, No. 2 May 2002.

27. Creech, Catherine L.; "*Proposed Legislation and Nonqualified Deferred Compensation Programs*", © The CPA Journal, 2003.

28. Christian J. Meier-Schatz, “*Corporate Governance and Legal Rules: A Transnational Look at Concepts and Problems of Internal Management Control*”, The Journal of Corporation Law, Winter 1988, © 2001, Id: 6031373.

29. David F. Larcker, Scott A. Richardson, İrem Tuna; "*How Important is Corporate Governance?*" The Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA 19104-6365, Revised September 24, 2004.

30. Davis-Friday, Paquita Y.; Eng, Li Li; Liu, Chao-Shin; "*The Effect of Corporate Governance on the Valuation of Book Value and Earnings during the Asian Financial Crisis*", Working Paper, University of Notre Dame, December 2002.

31. Diane K. Denis and John J. McConnell, Purdue University; “*International Corporate Governance*”, ecgi, Finance Working Paper N°. 05/2003, Jan 2003, ssrn_id=320121.

32. Dow, Sandra and McGuire, Jean; "*Corporate Governance & Interlisted Stocks: the Persistence of Country Specific Traits*", Revised August 31, 2004, Montreal Canada, ssrn-id 595961.

33. Elena Miteva, "*Advancing the Corporate Governance Agenda in the Middle East and North Africa: A Survey of Recent Developments*", Working Group No. 5; CIPE, MENA-OECD Investment Programme.

34. Alisar Craven; “Guru Interview with Gabrielle O’Donovan: Management & Leadership”; Emerald Management First, © Emenrald Group Publishing Limited.

35. Eng L.L. and Mak Y.T.; "*corporate governance and voluntary disclosure*", Journal of Accounting and Public Policy, 22 (2003); © Elsevier Science Inc.

36. Engel, Ellen; Gordon, Elizabeth A.; and Hayes, Rachel M.; "*The Role of Performance Measures and Monitoring in Annual Governance Decisions in Entrepreneurial Firms*", Journal of Accounting Research, © 2002 University of Chicago on behalf of the Institute of Professional Accounting, Vol. 40, No. 2 May 2002.

37. eStandard Forum, “Principles of Corporate Governance: Syria”, Financial Standard Foundation, at http://www.estandardsforum.org/jhtml/country/Syria, date: 14/10/2009.

38. Fan, Joseph P. H. and Wong, T. J.; "*Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Market? Evidence from East Asia*", Journal of Accounting Research, Vol. 43 No. 1 March 2005, USA, © University of Chicago on behalf of the Institute of Professional Accounting, 2005, pp: 35-72. Also, Working Paper, Department of Finance, School of Business and Management, The Hong Kong University; January 2002.

39. Filippo Belloc; “*Corporate Governance and Innovation: An Organizational Perspective*”, Revised Version, MPRA W/P No. 21495/2010, Dept. of Economics, University of Siena, Piazza San Francesco 7, 53100, Siena (Italy), ssrn id-1583831.

40. Francoeur, Jacques; “*It’s time for e-governance*”, eWEEK, Sept. 27, 2004, © ZDNet, www.eweek.com.

41. Garrod, Neil; "*Environmental contingencies and sustainable modes of corporate governance*", Journal of Accounting and Public Policy, 19 (2000), © Elsevier Science Inc.

42. Geoffrey M. Elkind, "Attributes of Corporate Governance Rating and Monitoring Systems"; USAID, © 2007 BearingPoint, Inc., June 19, 2007.

43. George, Nashwa; "*Audit Committees: The Solution to Quality Financial Reporting*", © The CPA Journal, December 2003.

44. Giroux, Gary and McLelland, Andreew J.; "*Governance Structures and Accounting at large Municipalities*", Journal of Accounting and Public Policy, 23 (2003), © 2003 Elsevier Science Inc.

45. Glaeser, Edward L.; "*The Governance of Not-for-Profit Firms*", Harvard Institute of Economic Research, Discussion paper No. 1954, Harvard University, Cambridge- Massachusetts, April 2002.

46. Goldstein, Itay; "*Corporate Control*", Wharton School, University of Pennsylvania, No year.

47. Grossman S. J. and Hart, O. D., "*Disclosure Laws and Takeover Bids*", The Journal of Finance , Vol. 35, No. 2, May 1980, Publisher: American Finance Association and JSTOR`s.

48. Grumet, Louis; "*Checks and Balances in Governmental Accounting*", The CPA Journal, April 2004 Issue.

49. Guerra, Jorge E.; "*The Sarbanes-Oxley Act and Evolution of Corporate Governance*", The CPA Journal, the first in a five-part series, March 2004 Issue.

50. Hamish McRae, "Hamish McRae on economics" Director October 2007, © Director Publications Ltd., www.dirctor.co.uk.

51. Hardestt, David E.; "*Practical Guide to Corporate Governance and Accounting: Implementing the Requirements of the Sarbanes-Oxley Act, 2004 Edition*", © The CPA Journal, January 2004.

52. Heminway, Joah McLeod; "*Rock, Paper, Scissors: Choosing the Right Vehicle for Federal Corporate Governance Initiatives*", Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. X, 2005.

53. Hart, Oliver; "*Regulation and Sarbanes-Oxley*", Journal of Accounting Research, Vol. 47, No. 2, May 2009, DOI: 10.1111/j.1475-679X.2009.00329.x., Copyright ©, University of Chicago on behalf of the Institute of Professional Accounting, printed in USA.

54. Hartzell, Jay C.; Kallberg, Jarl G.; and Liu, Crocker H. "*The Role of Corporate Governance in Initial Public Offerings: Evidence from Real Estate Investment Trusts*" March 23, 2004, SSRN-id342700.

55. Hua, Loh Leong; & Mat Zin, Ragayah Haji; "*Corporate Governance: Theory and some Insights into the Malaysian Practices*", Akademika 71 (Julai) 2007.

56. Hudson, Lucian; "*e-Governance: one country's strategy*", ______, www.ukonline.gov.uk.

57. IFAC, "*Evaluating and Improving Governance in Organizations: International Good Practice Guidance*", Professional Accountants in Business Committee, June 2008.

58. Jarvis, Susan S. and Moville, Wig De; "*Accountants Serving as Corporate Directors*", © The CPA Journal, December 2003.

59. Jingu, Takeshi; "*Corporate Governance for Listed Companies in China: Recent Moves to Improve the Quality of Listed Companies*", Nomura Capital Market Review, 2007, Vol. 10 No. 2.

60. John Buchanan; "*Japanese Corporate Governance and the Principle of Internalism*", Corporate Governance, Vol. 15, No. 1 January 2007, © 2007 The Author, Journal compilation © Blackwell Publishing Ltd. 2007.

61. John, Kose; Knyazeva, Anzhela; "*Payout policy, agency conflicts, and corporate governance*", May 2006, University of New York, ssrn-id 841064.

62. Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner, and Laura T. Starks; "*Behind the Scenes: the Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*", March 2010, University of Amsterdam, ssrn id-1571046.

63. Juan J. Cruces and Enrique Kawamura, "*Insider Trading and Corporate Governance in Latin America: A Sequential Trade Model Approach*", Nov. 30, 2005, Department of Economics, Universidad de San Andrés, Vito Dumas 284, B1644BID-Victoria, Prov. de Buenos Aires,

Argentina. Tel: +5411-4725-7088 / 7077, Fax: +5411-4725-7027, Email: cruces@udesa.edu.ar, kawa@udesa.edu.ar, ssrn-id878539.

64. Kannabiran, G.; Xavier, M.J. and Anantharaaj, Ammu; "*Enabling E-Governance through Citizen Relationship Management-Concept, Model and Applications*", Journal of Services Research, Volume 4, Number 2, (October 2004 – March 2005), © 2004 by Institute for International Management and Technology.

65. Kiara, Bukit; *The Malaysian code on corporate governance*, ©Finance Committee on Corporate Governance, March 2000, Securities Commission, No 3. Persiaran Bukit Kiara, 50490 Kuala Lumpur, Malaysia; ISBN 983-9386-23-9.

66. Kisfaludi, Andras; "Corporate *Governance and the Shareholders' Right to Exist (Theoretical Questions and Legislative Answers from Hungary)*" European Business Law Review, pp: 1367- 1384 ©2005 Aspen Publishers Inc.

67. Kliegman, Edwin J.; "*The Need for Old-Fashioned Ethics*", © The CPA Journal, December 2003.

68. Koehn, Jo Lynne; Del Vecchio, Stephen C.; "*Ripple Effects of the Sarbanes-Oxley*", The CPA Journal, 2004.

69. Krivogorsky, Victoria; "*Effects of the Differences in Corporate Governance and Accounting practices on the Reporting Data (Empirical Analysis of the Foreign U.S. Registrants from EU)*", Working Paper, Moran State University, 2003.

70. Larcker, David F.; and Richardson, Scott A.; "*Fees Paid to Audit Firms, Accrual Choices, and Corporate Governance*", Journal of Accounting Research, Vol. 42 No. 3 June 2004, Printed in USA, © University of Chicago on behalf of the Institute of Professional Accounting, 2004.

71. Larcker, David F.; Richardson, Scott A.; and Tuna, Irem; *"How Important is Corporate Governance?"*, Working Paper, the Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA 19104-6365, September 24, 2004.

72. Lashgari, Malek; "*Corporate Governance: Theory and Practice*", Journal of American Academy of Business, Cambridge, September, 2004.

73. Levitt, Jr. Aurther; "*Reclaiming the Profession's Heritage*", NYSSCPA, © The CPA Journal, February 2004.

74. Li, Larry; Naughton, Tony; Hovey, Martin; "*A Review of Corporate Governance in China*", School of Economics, Finance and Marketing, RMIT University, Victoria 3000, Australia, 2008.

75. Lucian Bebchuck, Alma Cohen and Allen Ferrell, "*What Matter in Corporate Governance?*", Discussion Paper No. 491, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138; ISSN: 1045-6333, at 09/2004.

76. Maltby, Josephine; *"Hadfields Ltd: its annual general meetings 1903-1939 and their relevance for contemporary corporate social reporting*", The British Accounting Review, 36 (2004), © Elsevier Ltd.

77. Marche, Sunny and McNiven, James D.; "*E-Government and E-Governance: The Future Isn't What It Used to be*", Canadian Journal of Administrative Sciences, © ASAC 2003, Vol. 20(1).

78. Marco Becht, Patrick Bolton, Ailsa RÖell; "*Corporate Governance and Control*", ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N°. 02/2002, Updated August 2005, ©2005 for the Authors, http://ssrn.com/abstract_id=343461.

79. Marnet, Oliver; "*Behavior and Rationality in Corporate Governance*", Journal of Economic Issues, ©Association for Evolutionary Economics, Vol. XXXIX, No. 3 September 2005.

80. Martynova, Mariana; Renneboog, Luc; "*A Corporate Governance Index: Convergence and Diversity of National Corporate Governance Regulations*", 2005, University of Sheffield Management School, 9 Mappin Street, Sheffield S1 4DT, UK, tel: + 44 114 222 3344.

81. Meer, Andre'Van Der and Winden, Willem Van; "*E-governance in Cities: A Comparison of Urban Information and Communication Technology Policies*", Regional Studies, © 2003 Regional Studies Association, Carfax Publishing – Taylor &Francis Group, Vol. 37.4.

82. Melis, Andrea; *"Corporate Governance failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian case?*", working paper presented at the 2nd International Conference on Corporate Governance; "Corporate Governance: Effective Boards and Responsible Investors", held at the Center of Corporate Governance Research, Birmingham Business School, UK 29th June 2004, ssrn-id 563223.

83. Menjucq, Michel; "*Corporate Governance Issues in France*", EBLR, ©2005 Aspen Publishers Inc.

84. Mervyn King, TOOLKIT 2, "*Developing Corporate Governance Codes of Best Practice, User Guide*", Global Corporate Governance Forum, Copyright 2005 The International Bank for Reconstruction and Development/ The World Bank, 1818 H St. NW, Washington, DC 20433.

85. Mijntje Luckerath-Roverrs; "*A Comparison of Gender Diversity in the Corporate Governance Codes of France, Germany, Spain, the Netherlands and the United Kingdom*", Erasmus University Rotterdam, Room L4-37, PO Box 1738, 3000 DR Rotterdam, the Netherlands, Phone: +31 10 4082757, Fax: +31 10 4089144, Email: Luckerath@frg.eur.nl, ssrn-id 1585280.

86. Millstein, Ira; O'Regan, Katherine; Oster, Sharon; "*Governance Practices among Nonprofit Organizations Contracting with New York City*", Working Paper Series E – Public Management, Working Paper # 8, Yale University, School of Management, September 2000.

87. N. Balasubramanian, Bernard S. Black, and Vikramaditya Khanna; "*The Relation between Firm-Level Corporate Governance and Market Value: A Study of India*", Draft April 2010, ECGI Law &Economic W/P No. XXX/2009, ssrn: id-1586460, © 2010 Vikramaditya S. Khanna. All rights reserved.

88. Nelson, James; "*Does good Governance really works? More evidence from CalPERS*", Received 14th Jul. 2005, Journal of Asset Management, Vol. 6, 4, © Palgrave Macmillan Ltd.

89. Niemotko, Tracey J; "*Restoring Public Trust in Accounting*", © The CPA Journal, 2003.

90. Noack, Ulrich; and Zetzsche, Dirk; "*Corporate Governance Reform in Germany: the Second Decade*", EBLR, ©2005 Aspen Publishers Inc.

91. O'Regan, Katherine; Oster, Sharon; "*Does Government Funding Alter Nonprofit Governance? Evidence from New York City Nonprofit Contractors*", Working paper # 03, Yale School of Management, Working Paper Series PM – Politics of Management; July 2001.

92. OECD, "*Methodology for Assessing the Implementation of the OECD Principles on Corporate Governance*", Corporate Affairs Division, Directorate for Financial and Enterprise Affairs, 2 rue André-Pascal, Paris 75116, France, 1st Dec. 2006.

93. OECD, "*OECD Principlesof Corporate Governance*", OECD, Head of Publications Service, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France, © 2004.

94. Oyer, Paul; Schaefer, Scott; "*Accountiong, Governance, and Broad-Based Stock Option Grants*", March 2005, Research Paper No. 1821 (R1), Stanford, Graduate School of Business.

95. Pannier, Matthias; "*New European Company Law and Corporate Governance – The UK and the New Member States*", European Business Law Review, p: 1366, ©2005 Aspen Publishers Inc.

96. Pannier, Matthias; and Rickford, Jonathan; "*Corporate Governance Disclosures in Europe*", EBLR, ©2005 Aspen Publishers Inc.

97. Pascal Nguyen, "Corporate Governance and Risk-Taking: Evidence from Japanese Firms", University of Technology Sydney, ssrn id-1550709, ©2008.

98. Peter A. Stanwick and Sarah D. Stanwick, " *Managing Stakeholders Interests in Turbulent Times: A Study of Corporate Governance of Canadian Firms*" The Journal of American Academy of Business, Cambridge, Vol. 7, No. 1, September 2005.

99. Philip Kimmet BSc(hons), **The Policies of Good Governance in The Asean 4**, in the fulfillment of a Master of Philosophy, revised August 2004.

100. Ping-Sheng Koh, Stacie K. Laplante and Yen H. Tong; "*Accountability and Value Enhancement Roles of Corporate Governance*", Correspondent Author: Dept. of Accounting, Hong kong University for Science and Technology, Clear Water Bay, Kowloon tel. +(852)23587564; ssrn-id 664184, 31 May 2006.

101. Rene' Ricol, "*Report on the Financial Crisis*", Mission Entrusted by the President of the Republic, In the context of the 2008 French Presidency of the European Union, Sept. 2008.

102. Revsine, Lawrence; "*Enron: sad but inevitable*", Journal of Accounting and Public Policy, 21 (2002), ©2002 Elsevier Science Inc.

103. Ricardo P. C. Leal and Andre' L. Carvalhal-da-Silva, "*Corporate Governance and Value in Brazil (and Chili)*", The Coppead Graduate School of Business at the Federal University of Rio de Janeiro (UFRJ), PO Box 68514, Rio de Janeiro, RJ, 21941-972 Brazil, Phone 55-21- 25989800, Fax 55-21-25989817, e-mail ricardoleal@coppead.ufrj.br; SSRN-id726261, © for authors, Ver. 29/03/2005.

104. Santana, Maria Helena; Ararat, Melsa; Alexandru, Perta; Yurtoglu, B. Burcin; Da Cunha, Mauro Rodrigues; "Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform", Global Corporate Governance, Focus 5, IFC © 2008, 2121 Pennsylvania Avenue, NW Washington, DC 20433.

105. Shain, Martin; "*The role of the workplace in the production and containment of health costs: the case of stress-related disorders*", Leadership in Health Services, Volume 12, No. 2, 1999, © MCB University Press ISSN 1366-0756.

106. Shleifer, Andrei and Summers, Lawrence H.; "*Breach of Trust in Hostile Takeovers*", printed from Alan J. Auerbach, editor Corporate Takeovers: Causes and Consequences", University of Chicago Press, 1988.

107. Simon S. M. Ho, "*Corporate Governance in Hong Kong: Key Problems and Prospects*" 2nd Edition, Copyright © 2003, Centre for Accounting Disclosure & Corporate Governance, School of Accountancy, The Chinese University of Hong Kong, Shatin, N.T., Hong Kong, SSRN id-440924.

108. Singla, M L; "*E-Governance: Transforming the National Bone Marrow*", Journal of Management Research, Delhi, Vol. 2No. 3, Dec. 2002.

109. Stanwick, Peter A.; and Stanwick, Sarah D.; " *Managing Stakeholders Interests in Turbulent Times: A Study of Corporate Governance of Canadian Firms*" The Journal of American Academy of Business, Cambridge, Vol. 7, No. 1, September 2005.

110. Strier, Franklin; "*Conflicts of Interest in Corporate Governance*", Journal of Corporate Citizenship (JCC), 19 autumn 2005, California State University, USA, © 2005 Greenleaf Publishing.

111. Tam, On Kit; "*Models of Corporate Governance for Chinese Companies*", Corporate Governance, Volume 8 Number 1 January 2000, ©Blackwell Publishers Ltd. 2000.

112. Tan, Lay Hong and Wang, JiangYu; "*proposing a model of corporate governance for china's listed companies: problems and prospects*", University of Singapore, ©SSRN 2003.

113. Tenev, Stoyan and Zhang, Chunlin with Brefort, Loup; "*Corporate Governance and Enterprise Reform in China: Building the Institutions of Modern Markets*", © 2002 World Bank, International Finance Corporation, 2121 Pennsylvania Avenue, N.W. Washington, D.C. 20433 USA.

114. Tiscini, Riccardo and Donato, Francesca di; "*The relation between accounting frauds and corporate governance systems: an analysis of recent scandals*", (Luiss Guido Carli University), 2004.

115. Turmbull, Shann; "*How US and UK auditing practices became muddled to muddle corporate governance Principles*", Working Paper, November 4, 2004, PO Box 266, Woollahra, Syndy, NSW, Australia, 1350.

116. Turnbull, Shann; "*Superior governance without audit committees*", International Institute for Self-governance, Sydney Australia, no date.

117. Tuzcu, Arcan and Fikirkoca, Ali; " *Corporate Governance Approach of Turkish Companies Operating in the Istanbul Stock Exchange: the case of an Emerging Market Economy in an Age of Capital Diversity*" Problems and Perspectives in Management, 4, 2005, ©Publishing-Consulting Company "Business Perspectives".

118. Vitaly Zheka, "*Does Corporate Governance Predict Firms` Performance? The Case of Ukraine*", Ukrainian Productivity and Efficency Group (UPEG), ssrn-id 877913.

119. Willekers, Marleen; Bauwhede, Heidi Vander; Gaeremymck, Ann; and Gucht, Linda Van de; "*The impact of internal and external governance mechanisms on the voluntary disclosure of financial and non-financial performance*", working paper, KULeuven,.

120. William R. Baber and Lihong Liang, "*Associations between Internal and External Corporate Governance Characteristics and the Consequences of Regulating Governance Practices*", McDonough School of Business, Georgetown University Washington, DC 20057, and Whitman School of Management, Syracuse University, Syracuse, NY 13244, June 2008, ssrn id-1146922.

121. Yakov Amihud, Marcel Kahan, Rangarajan K. Sundaram; "*The foundations of Freezeout Laws in Takeovers*", May 2, 2003, USA, NY.

122. Yener Altunbaş, Alper Kara and Adrian van Rixtel; "*Corporate Governance and Corporate Ownership: the Investment Behavior of Japanese Institutional Investors*", Documentos Ocasionales. N.º 0703,© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2007, ssrn-id989286.

الملاحق

الملحق رقم (١): الخصائص والمتغيرات التي استبعدها البحث:

- تم استبعاد خيارات الأسهم من حسابات البحث لملكية أعضاء مجالس الإدارة والإداريين وذلك لقلة استخدامها في الأسواق التي تكون في طور النشوء مثل سورية.
- هنالك متغيرات أخرى من مُضادات الاستحواذ، غير المذكورة في البحث، لكن سيكتفي البحث هنا بمجموعة فرعية أساسية.

ملحق (٢):

جدول الارتباط بين متغيرات الحوكمة ومتغيرات الأداء وقيمة الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

		financial leverage	Log10(Abnormal Accruals)	Shares Market to Book Value	Tobin'sQ	Dividents to net income	Accounting Profit	Return on Assets	Return on Equity	Share Price / Book	Price / Earning per Share	Earning per Share
board size	Pearson Correlation	.520*	.608**	-0.21	-0.203	-.618**	-0.153	-0.174	-0.103	-0.319	0.189	-0.072
	Sig. (2-tailed)	0.019	0.004	0.375	0.392	0.004	0.519	0.463	0.666	0.17	0.425	0.764
AuditComm size	Pearson Correlation	0.344	.504*	-0.199	-0.114	-0.403	0.082	-.474*	-.467*	-.506*	-0.043	0.277
	Sig. (2-tailed)	0.137	0.024	0.399	0.631	0.078	0.73	0.035	0.038	0.023	0.858	0.238
CompComm size	Pearson Correlation	.583**	.658**	-0.003	-0.027	-.687**	-0.049	-.531*	-0.43	-0.375	0.148	-0.102
	Sig. (2-tailed)	0.007	0.002	0.988	0.911	0.001	0.836	0.016	0.058	0.103	0.533	0.668
RenomiratComm size	Pearson Correlation	.706**	.789**	0.152	-0.332	-0.405	0.023	-0.342	-0.262	-.530*	-0.11	-0.005
	Sig. (2-tailed)	0	0	0.522	0.153	0.076	0.922	0.14	0.264	0.016	0.644	0.982
No of Board Committees	Pearson Correlation	.716**	.762**	0.027	-0.107	-.554*	0.149	-.563**	-.453*	-.474*	-0.028	0.091
	Sig. (2-tailed)	0	0	0.909	0.655	0.011	0.53	0.01	0.045	0.035	0.906	0.702
No. of BOD outsiders members	Pearson Correlation	.464*	.670**	0.129	-0.103	-0.36	-0.074	-.861**	-.804**	-.590**	-0.15	-0.067
	Sig. (2-tailed)	0.039	0.001	0.588	0.665	0.119	0.755	0	0	0.006	0.529	0.779
No. of BOD Insider Members	Pearson Correlation	-.502*	-.684**	-0.236	0.124	0.231	0.024	.789**	.736**	0.354	0.118	0.107
	Sig. (2-tailed)	0.024	0.001	0.316	0.602	0.327	0.92	0	0	0.125	0.621	0.654

BOD Independent Members	Pearson Correlation	.514*	.699**	0.002	-0.079	-0.423	-0.037	-.482*	-0.423	-0.355	0.086	-0.142
	Sig. (2-tailed)	0.02	0.001	0.994	0.74	0.063	0.876	0.032	0.063	0.124	0.718	0.552
BOD affiliated Members	Pearson Correlation	0.136	-0.139	0.318	0.017	0.013	0.109	0.341	0.43	0.129	-0.167	0.098
	Sig. (2-tailed)	0.568	0.558	0.171	0.944	0.955	0.646	0.141	0.058	0.589	0.482	0.68
AudCommt affiliated Members	Pearson Correlation	-0.347	-.574**	0.367	0.228	.475*	-0.032	.634**	.599**	.549*	-0.048	-0.271
	Sig. (2-tailed)	0.133	0.008	0.112	0.333	0.034	0.892	0.003	0.005	0.012	0.842	0.248
CompenstCommt affiliated Members	Pearson Correlation	0.143	0.075	-0.224	-0.183	-0.37	-.451*	-0.172	-0.127	-0.348	-0.183	-0.391
	Sig. (2-tailed)	0.549	0.752	0.341	0.44	0.109	0.046	0.47	0.593	0.133	0.441	0.088
RenomiratCommt affiliated Members	Pearson Correlation	-0.038	0.035	-0.219	-0.118	-0.389	-0.386	-0.121	-0.093	-0.151	-0.127	-0.369
	Sig. (2-tailed)	0.875	0.882	0.353	0.621	0.09	0.093	0.611	0.696	0.526	0.595	0.109
AC Chairman affiliated	Pearson Correlation	-0.391	-.453*	0.186	0.372	0.238	-0.084	0.375	0.289	0.197	-0.129	-0.215
	Sig. (2-tailed)	0.089	0.045	0.432	0.107	0.312	0.724	0.104	0.216	0.406	0.587	0.362
CC Chairman affiliated	Pearson Correlation	0.26	0.081	-0.234	-0.189	-0.219	-.505*	-0.156	-0.109	-0.265	-0.171	-0.311
	Sig. (2-tailed)	0.268	0.733	0.321	0.425	0.354	0.023	0.513	0.648	0.258	0.471	0.182
RC Chairman affiliated	Pearson Correlation	0.265	0.254	-0.139	-0.141	-0.158	-0.346	-0.106	-0.042	-0.155	-0.116	-0.254
	Sig. (2-tailed)	0.26	0.279	0.558	0.552	0.505	0.135	0.658	0.862	0.514	0.627	0.28
CEO Chairman Duality	Pearson Correlation	-0.144	-0.186	-0.185	0.057	0.019	-0.105	0.082	0.013	0.005	0.088	-0.038

	Sig. (2-tailed)	0.545	0.433	0.435	0.811	0.937	0.659	0.732	0.957	0.984	0.711	0.874
Non Executive Chairman	Pearson Correlation	-0.22	-0.353	0.167	0.088	0.26	-0.123	0.072	0.055	-0.06	0.051	-0.376
	Sig. (2-tailed)	0.351	0.127	0.483	0.711	0.269	0.606	0.762	0.818	0.8	0.832	0.102
CEO dominance	Pearson Correlation	0.01	0.149	-0.045	0.248	-0.171	-0.074	-0.263	-0.201	0.224	-0.229	-0.118
	Sig. (2-tailed)	0.966	0.531	0.851	0.292	0.471	0.756	0.263	0.395	0.343	0.331	0.619
Leading Director	Pearson Correlation	-0.275	-0.154	-0.124	-0.128	0.285	-0.24	-0.082	-0.177	-0.07	-0.196	-0.191
	Sig. (2-tailed)	0.24	0.518	0.604	0.59	0.223	0.307	0.731	0.454	0.77	0.409	0.42
CEO Member or Chair of Compensation Committee	Pearson Correlation	-0.106	-0.191	-0.089	-0.044	0.079	0.239	-0.052	-0.043	0.147	-0.058	0.192
	Sig. (2-tailed)	0.655	0.419	0.711	0.853	0.74	0.311	0.828	0.856	0.538	0.808	0.418
CEO Member or Chair of Renomination Committee	Pearson Correlation	-0.106	-0.191	-0.089	-0.044	0.079	0.239	-0.052	-0.043	0.147	-0.058	0.192
	Sig. (2-tailed)	0.655	0.419	0.711	0.853	0.74	0.311	0.828	0.856	0.538	0.808	0.418
Totally Independet Audit Committee	Pearson Correlation	0.371	0.385	-0.112	-0.15	-0.18	0.25	-0.132	-0.104	0.003	-0.069	0.299
	Sig. (2-tailed)	0.107	0.094	0.638	0.529	0.447	0.287	0.578	0.664	0.991	0.772	0.2
Financial Expert in the Audit Commiittee	Pearson Correlation	.688**	.638**	-0.062	0.005	-.673**	-0.008	-.578**	-.461*	-0.416	0.05	-0.012
	Sig. (2-tailed)	0.001	0.002	0.795	0.984	0.001	0.972	0.008	0.041	0.068	0.835	0.959
Number of Femels in the BOD (%BOD	Pearson Correlation	-0.288	-0.114	0.263	-0.108	0.178	0.28	-0.138	-0.158	0.17	-0.178	0.006

Homogeneous)												
	Sig. (2-tailed)	0.218	0.631	0.262	0.65	0.453	0.232	0.561	0.505	0.473	0.453	0.98
% fixed payment to executives of total Compensation	Pearson Correlation	-.520*	-0.358	0.078	-0.16	0.276	0.179	.451*	0.396	0.167	0.07	-0.024
	Sig. (2-tailed)	0.019	0.121	0.743	0.501	0.238	0.449	0.046	0.084	0.483	0.769	0.921
% Variable payment to executives of total Compensation	Pearson Correlation	.520*	0.357	-0.079	0.16	-0.277	-0.18	-.451*	-0.396	-0.167	-0.07	0.024
	Sig. (2-tailed)	0.019	0.122	0.741	0.5	0.238	0.449	0.046	0.084	0.481	0.769	0.92
Busy BOD outsiders membership in 4 Companies & over	Pearson Correlation	0.274	0.299	0.015	-0.141	-0.081	-0.041	-0.15	-0.143	0.092	0.402	-0.281
	Sig. (2-tailed)	0.242	0.2	0.951	0.554	0.735	0.862	0.528	0.548	0.699	0.079	0.229
Busy BOD affiliated membership in 4 Companies & over	Pearson Correlation	0.26	0.312	-0.052	-0.158	-0.21	-0.138	-0.176	-0.169	-0.083	0.299	-0.335
	Sig. (2-tailed)	0.268	0.181	0.827	0.507	0.374	0.562	0.459	0.476	0.727	0.201	0.149
Number of BOD Yearly Meetings	Pearson Correlation	.497*	.571**	0.393	-0.202	-0.076	0.173	-0.233	-0.19	-.453*	0.029	0.089
	Sig. (2-tailed)	0.026	0.008	0.087	0.393	0.749	0.466	0.324	0.422	0.045	0.903	0.71
Number of Independent BODs Yearly Meetings	Pearson Correlation	.700**	.834**	0.089	-0.161	-.463*	0.054	-.453*	-0.391	-.454*	0.042	0.051
	Sig. (2-tailed)	0.001	0	0.708	0.498	0.04	0.82	0.045	0.088	0.044	0.86	0.831
Number of Auditing	Pearson	0.084	.454*	-	-0.022	-.469*	-0.202	-.545*	-.518*	-0.372	-0.084	-0.172

Committee Yearly Meetings	Correlation			0.096								
	Sig. (2-tailed)	0.726	0.044	0.687	0.928	0.037	0.394	0.013	0.019	0.107	0.725	0.468
Board of Director periodic self evaluation	Pearson Correlation	.524*	.457*	0.319	-0.17	0.114	0.383	-0.181	-0.133	-0.193	-0.128	0.263
	Sig. (2-tailed)	0.018	0.043	0.17	0.473	0.633	0.095	0.446	0.577	0.414	0.59	0.262
CEO Turnover after week performance	Pearson Correlation	0.137	-0.045	.520*	-0.085	0.218	0.303	0.357	0.391	0.294	-0.043	0.061
	Sig. (2-tailed)	0.566	0.849	0.019	0.721	0.357	0.194	0.123	0.088	0.208	0.858	0.797
Largest Ownership % (Top 1st)	Pearson Correlation	0.346	.536*	-0.083	-0.103	-0.406	-0.229	-0.257	-0.242	-0.228	0.196	-0.433
	Sig. (2-tailed)	0.135	0.015	0.728	0.667	0.075	0.331	0.274	0.304	0.334	0.408	0.056
Top 5 Ownership %	Pearson Correlation	0.257	.542*	-0.044	-0.139	-0.265	-0.219	-0.23	-0.29	-0.292	0.12	-0.387
	Sig. (2-tailed)	0.273	0.014	0.855	0.559	0.26	0.354	0.329	0.215	0.211	0.615	0.091
Top 10 Ownership %	Pearson Correlation	0.32	.540*	0.03	-0.142	-0.274	-0.273	-0.118	-0.166	-0.127	0.068	-0.437
	Sig. (2-tailed)	0.17	0.014	0.901	0.551	0.242	0.244	0.621	0.485	0.593	0.775	0.054
Top 20 Ownership %	Pearson Correlation	0.224	0.287	0.025	-0.2	-0.276	-0.234	0.197	0.163	0.084	0.045	-0.43
	Sig. (2-tailed)	0.343	0.221	0.917	0.399	0.238	0.32	0.404	0.491	0.726	0.85	0.059
Outsiders ownership %	Pearson Correlation	0.089	0.044	0.162	.657**	-0.156	0.057	-0.152	-0.068	-0.022	-0.092	-0.124
	Sig. (2-tailed)	0.71	0.854	0.495	0.002	0.511	0.811	0.521	0.777	0.925	0.701	0.604
Foreign ownership %	Pearson Correlation	.759**	.692**	-0.066	0.03	-.629**	-0.059	-.511*	-0.393	-0.428	0.048	-0.014

	Sig. (2-tailed)	0	0.001	0.782	0.901	0.003	0.803	0.021	0.087	0.06	0.841	0.952
CEO ownership %	Pearson Correlation	0.131	0.015	0.136	.561*	-0.205	-0.375	-0.089	-0.083	-0.136	-0.198	-0.25
	Sig. (2-tailed)	0.581	0.949	0.569	0.01	0.385	0.104	0.711	0.729	0.567	0.402	0.287
Executive ownnership % (Exclclude CEO)	Pearson Correlation	-0.206	-0.137	0.171	0.469	0.493	-0.076	-0.292	-0.298	0.074	-0.45	-0.097
	Sig. (2-tailed)	0.624	0.747	0.686	0.241	0.215	0.859	0.482	0.473	0.861	0.263	0.82
Affiliated ownnership %	Pearson Correlation	.520*	0.187	0.252	-0.213	-0.318	-0.302	0.242	0.367	0.101	0.101	-0.314
	Sig. (2-tailed)	0.023	0.444	0.298	0.381	0.185	0.21	0.318	0.122	0.68	0.681	0.19
Manag ownership %	Pearson Correlation	-0.206	-0.137	0.171	0.469	0.493	-0.076	-0.292	-0.298	0.074	-0.45	-0.097
	Sig. (2-tailed)	0.624	0.747	0.686	0.241	0.215	0.859	0.482	0.473	0.861	0.263	0.82
% Block ownership	Pearson Correlation	0.018	0.137	0.238	-0.2	0.187	-0.158	0.241	0.135	0.2	-0.051	-0.234
	Sig. (2-tailed)	0.939	0.566	0.312	0.399	0.431	0.506	0.306	0.57	0.398	0.831	0.32
Number of Block Owners	Pearson Correlation	.466*	0.314	0.233	-0.164	-0.286	-0.405	-0.009	0.06	0.118	-0.087	-0.407
	Sig. (2-tailed)	0.039	0.177	0.322	0.489	0.222	0.076	0.97	0.802	0.62	0.714	0.075
Disclose Governance Guide	Pearson Correlation	0.375	.573**	0.24	-0.169	-0.264	0.222	-0.207	-0.168	-0.224	-0.159	0.185
	Sig. (2-tailed)	0.104	0.008	0.307	0.477	0.261	0.347	0.38	0.478	0.342	0.504	0.434
Disclouser on transactions with Related Parties	Pearson Correlation	.701**	.589**	0.151	0.038	-.456*	0.014	-.671**	-.537*	-0.288	0.018	-0.075
	Sig. (2-tailed)	0.001	0.006	0.526	0.874	0.043	0.953	0.001	0.015	0.218	0.939	0.755

Audit Fees percent	Pearson Correlation	-.636**	-.578**	0.149	0.067	.750**	0.078	0.405	0.296	.451*	0.018	0.042
	Sig. (2-tailed)	0.003	0.008	0.53	0.779	0	0.745	0.076	0.205	0.046	0.941	0.861
Choose Big 4 Auditor	Pearson Correlation	.628**	0.373	0.028	0.028	-.636**	-0.031	-0.051	0.088	-0.168	0.102	-0.104
	Sig. (2-tailed)	0.003	0.105	0.906	0.905	0.003	0.896	0.831	0.713	0.479	0.667	0.663
Number of Company Activites	Pearson Correlation	.777**	.793**	0.305	-0.34	-0.42	-0.23	-0.336	-0.25	-.514*	-0.041	-0.243
	Sig. (2-tailed)	0	0	0.19	0.143	0.065	0.33	0.148	0.288	0.02	0.865	0.301
Company Size Ln(assets)	Pearson Correlation	.832**	.918**	0.181	-0.281	-0.378	0.124	-.515*	-0.433	-.477*	0.055	0.111
	Sig. (2-tailed)	0	0	0.445	0.23	0.101	0.602	0.02	0.056	0.034	0.817	0.64
Capital Expenditures / Total Sales	Pearson Correlation	-0.081	0.192	-0.259	-0.133	-0.4	-.606**	-0.173	-0.167	-0.076	-0.03	-.452*
	Sig. (2-tailed)	0.734	0.418	0.27	0.577	0.08	0.005	0.466	0.482	0.75	0.899	0.045
Purchases and Sales to Related Parties Devided by Total Sales	Pearson Correlation	-0.307	0.198	-0.076	-0.079	-0.329	-0.308	-0.136	-0.153	-0.156	-0.057	-0.314
	Sig. (2-tailed)	0.23	0.446	0.772	0.764	0.198	0.23	0.602	0.557	0.55	0.827	0.219
financial leverage	Pearson Correlation	1	.740**	0.293	-0.177	-0.299	0.085	-0.368	-0.218	-0.254	0.151	0.08
	Sig. (2-tailed)		0	0.21	0.457	0.201	0.722	0.11	0.355	0.279	0.524	0.737
Log10(Abnormal Accruals)	Pearson Correlation	.740**	1	0.146	-0.263	-0.426	-0.009	-.611**	-.554*	-.476*	0.082	0.003
	Sig. (2-tailed)	0		0.538	0.263	0.061	0.969	0.004	0.011	0.034	0.732	0.989
Credit Classification	Pearson Correlation	.542*	.697**	0.277	-0.115	-.524*	-0.063	-0.407	-0.325	-0.418	-0.027	-0.077

	Sig. (2-tailed)	0.014	0.001	0.237	0.629	0.018	0.792	0.075	0.161	0.067	0.911	0.747

**Correlation is significant at the 0.01 level (2–tailed),

* Correlation is significant at the 0.05 level (2–tailed)

Proposed Model for Corporate Governance in Transitional Economies and Emerging Markets and It`s Applicability in Syria

By: Kinan M. Naddeh
Supervisor: Dr. Hussain Al Kadi

Abstract

Two common models for corporate governance dominated around the world. The first is outsiders, or market-based governance model, applied in the anglo-american countries like USA and UK. Dispersed shareholding, better minority protection, market based financing, opportunistic and management has the power to make decisions are charectaristices of this model. At the other side, there is the insiders model dominated in the euro-continental, and Japan mainly. Concentrated ownership structures, strong presentation of institutional investors, banks-based financing, cooperation are some of its aspects. Wide spectrum of hyprid models spread between these two extremes, among countries of transitional economies and emrging markets.

This research aims to study previous corporate governance experiments and models, to inspire suitable model for countries with transitional economies amd emerging market; and its applicability in frontier market like in Syria, envesitgating current corporate governance practices in DSE and its relation to performance and firm value measures at listed companies.

This study designated as follows. The author review theoretical framework of corporate governance, applicated models and hypothysis development through three chapters: at 1st we present CG emergence, concept, guidelines, viewing its international models, characteristics and current reforms. Chaper 2, study financial and professional aspects and components of the proposed model. Internal michanisms include: board of directors, shareholders, internal audit committees, and employee; external mechanisms include stakeholders, markets, foreign ownership, external audit. Chapter3 discuss the relation among CG earning management to conclude about the disclouser and financial reporting quality.

The researcher tryies to determin the independent, control and dependent variable of the model and its related hypothysis and criteria.

Sceond part synthysis the model appliy it on real data collected from and about companies listed in DSE, discussing results and provid recommendations for future improvement.